全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快乐投资的背后

KUAI LE TOU ZI DE BEI HOU

一个私募研究总监的投资学习历程

王晓路◎著

★怎样才能不裸泳？
★为什么怎样赚比赚多少更重要？
★为什么好公司会自己浮出水面？
★让我们一同打开她的投资笔记……

基金经理投资笔记丛书

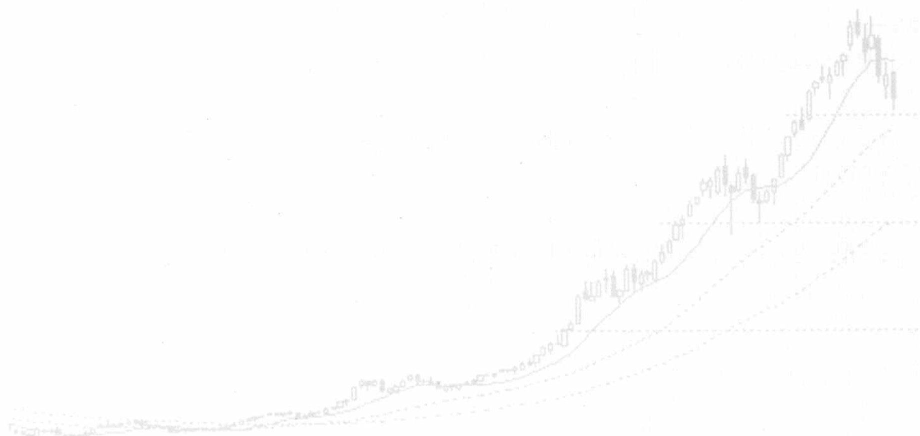
江 涛◎主编



经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理投资笔记丛书 江涛◎主编



快乐投资的背后

一个私募研究总监的投资学习历程

王晓路◎著

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

快乐投资的背后/王晓路著.—北京:经济日报出版社，2008.5
ISBN 978-7-80180-870-7

Ⅰ.快…　Ⅱ.王…　Ⅲ.基金—投资—经验—中国
Ⅳ.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 057987 号

快乐投资的背后

著　　者	王晓路
责任编辑	汪云凤　郭晓燕
责任校对	郭会凡　米建京
插　　画	盛开插画
出版发行	经济日报出版社
地　　址	北京市宣武区白纸坊东街 2 号 (邮政编码:100054)
电　　话	63567690（编辑部）63567687（邮购部）
网　　址	www.edpbook.com.cn
E－mail	jjrb58@sina.com
经　　销	全国新华书店
印　　刷	三河新世纪印务有限公司
开　　本	710×1000mm　1/16
印　　张	18.75
字　　数	220 千字
版　　次	2008 年 6 月第一版
印　　次	2008 年 6 月第一次印刷
书　　号	ISBN 978-7-80180-870-7
定　　价	38.00 元

版权所有　盗版必究　印装有误　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

记录·分享·升华

——从“一米阳光投资智慧丛书”到“基金经理投资笔记丛书”

2007年12月10日，在北京城下了2007年第一场冬雪的时候，我写完了这篇总序，而后“基金经理投资笔记丛书”这套丛书也要于2007年年底前后陆续出版了。最先出版的就是广发基金投资总监朱平先生著的《投资是一种生活方式》，相继还会有一批优秀的公募、私募基金经理的著作不断问世。

这套丛书从构思到付诸实践，继而见到成果，几乎用了整整一年的时间。这其中，支撑我一直坚持下去的就是这样一个信念：始自2005年股改之后的这轮波澜壮阔的大牛市一定是需要记录和思考的。而且如果说这轮大牛市代表着一个民族和国家崛起的话，中国的证券市场完全应该有条件诞生出巴菲特、彼得·林奇、索罗斯或者罗杰斯这样的投资大家，而且不应该是单个的，而可能是一批人。

那么，谁最有可能成为中国的巴菲特、彼得·林奇、索罗斯或者罗杰斯？基金经理这一群体显然是最有可能诞生的土壤。不论是公募基金或者私募基金，他们无疑是证券市场中最大的推手之一。而舆论界以及投资大众要么将其“神化”，要么将其“妖魔化”，这当中存在着不小的误读。

如果能有一套丛书减小这种误读，同时使投资大众更容易籍此找到自己开启财富之门的钥匙，该是一件多么有意义的事情！更何况，在当前的证券图书市场上还罕见这类形式和风格的丛书，如果能够出版，也算是填

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补了一项空白。

在 2007 年 3 月初的时候，我曾经设想过这套丛书的名称——“一米阳光投资智慧丛书”。最初的想法是智慧犹如光芒，传播得好，能够深入人心，而投资智慧更是会有阳光般的威力，影响和改变很多人的选择和生活。巴菲特就是最典型的例子。他的成功不仅仅在于财富的功成名就，更在于其持久的、稳定的投资理念和思路，证实了证券市场上的财富能够取之有道。而且其投资思想犹如万丈光芒，点亮了很多人心中的光明，并改变了其人生。中国投资界已经有不少受益者，但显然更多的人需要受益，这套丛书就应该以此为宗旨。

为什么会想到是“一米阳光”呢？首先这是我在 2006 年丽江之行见到的一个酒吧名字，当时的印象比较深刻。其次在我看来，尽管智慧犹如光芒，其实是无处不在的，但是如果一个人的内心是层层封闭的，那么阳光即使就在一米远的地方，他也感受不到阳光的温暖，改变不了自己内心阴冷的处境。我所理解的“一米阳光”还有另外一个意思，那就是即便一个人的内心是开放的，眼睛也愿意去寻找光明，但是如果没有航灯的指引，即便阳光就在一米之处，他可能依旧有“踏破铁鞋无觅处”的困惑和烦恼。而这套丛书应该能够缩短投资人与投资智者之间的距离，将投资智慧的阳光引入到投资者身边。

为自己这个创意所激动，半夜起床上网，查找“一米阳光”的典故和用处，结果发现居然有一个美丽的传说：据说壮美的玉龙雪山上有一个神秘的山洞，每年只有一米的阳光照进洞中，如果有情侣可以沐浴到这短暂而可贵的阳光，就可以得到永久的爱情……

实际上这个故事正好也可以借用于投资。对于当今的大多数中国人来说，尽管已经意识到“你可以跑不过刘翔，不可以跑不过 CPI”，理财意识初步被唤醒，但对投资理财还处于在黑暗中摸索的阶段。如果能够有一米的阳光照在他们探索的道路上，可能就能使他们找到开启财富之门的钥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

匙。如果这套丛书中的任何一本书能贡献一米的阳光，十本书就能贡献十米的阳光，当万丈光芒照耀大地的时候，岂非是万物复苏，普天同庆？当然，我的内心也很清醒，这只是一个乌托邦式的理想之国，现实生活当中远远达不到这一境界。因为人的思想认识的改变绝非在一时一事，尤其是财富观的改变，对于受到几千年传统文化教育影响的中国人来说，更非易事。

具体地说，这套丛书应该以传播投资智慧为主题，以投资界精英的投资心得、感悟为核心内容，行文更加散文化、生活化，而其中的道理则是一目了然，并能让人细细体会。对于作者定位和读者定位我也进行了一个大致的分类。其中，作者的定位为：愿意分享投资智慧的人；愿意分享投资快乐的人；愿意分享投资成功快感的人。读者定位为：愿意寻找投资智慧的人；愿意丰富投资体验的人；愿意追求投资成功的人。

将这个想法与经济日报出版社的副总编辑胡子清和编辑汪云凤反复交流几次后，最终确定将这一套丛书名称定位为更准确、实用的“基金经理投资笔记丛书”。

应该说，最初的这个想法得到包括朱平、但斌、林园在内的好几个投资圈内人的认可，其后包括李驰、王晓路、代雪峰等人也在电话中首肯，最近由王晓路引荐的陶武彬、但斌引荐的翟敬勇等也相继加盟。他们作为管理着上亿元、乃至千亿元级别巨额资金的基金经理，不管是公募还是私募，他们个人的投资经验都是非常丰富的（至少有10年以上的证券投资经历），投资业绩也都是可圈可点的（经历了多次牛熊市场的转换之后，他们不但活了下来，而且还活得很好）。更为难得的是，他们各自都有着颇有特色的投资博客，记录了2005年以来这轮牛市当中不同阶段的认知和体验，与大家分享其中的投资经验和教训。当然，已有相当一批忠实的“粉丝”读者从中汲取精华和养分，与他们在投资之路上共同前行。

正如有读者希望的那样：“享受别人的心灵成长，才能丰润自己的投资人生！作为前行者，你们有必要把火把举高一点，以便后来人的道路不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再崎岖坎坷！能得到你们思想结晶的将是有缘人，希望能有与你们并肩前行的一天！”我想，这也是这套丛书希望产生的效果和影响。

经过对朱平、李驰、代雪峰、王晓路等人书稿（主体部分是他们的博客，尽量保持文章的原汁原味，但会经过系统编排，增添一些博客之外的文章，并加之以编者注）的认真整理后，我愈发感觉这套丛书的出版，会成为证券图书出版界全新的一类——这批优秀的投资精英们从国际投资大师们那里汲取到养分，经过在中国证券市场上多年来的探索和实践，各自正在形成一套有特色、较成熟的投资观。虽然他们现在的财富不及巴菲特、林奇、索罗斯或者罗杰斯，但他们在路上。而在他们各自的身后，必然还跟着一大批同行者。这也许会成为中国这轮大牛市里面一个新的收获！

所以，这里我要感谢中国的证券市场，感谢这批优秀的基金经理，感谢互联网，感谢愿意以博客形式分享投资智慧的人，感谢我的工作单位——中国证券市场研究中心主办的《证券市场红周刊》、执行出品人郭贵龙和我的同事们，感谢赤子之心资产管理公司总经理赵丹阳，感谢经济日报出版社的副总编辑胡子清、编辑部主任王含、编辑汪云凤，感谢为这套丛书的推出贡献过智慧和力量的人——武汉大学出版社编辑夏敏玲、《证券市场周刊》主任编辑吴晓兵、北京汉唐阳光文化公司总经理尚红科、曾与我同道的吉晓红，以及为这套丛书设计封面、插画、编校等的工作人员。当然，最后需要感谢的就是为本书做出贡献并始终如一地支持我的林羽今、林子滟、林为才、刘继松、江一诚、杜宜宜及诸位亲朋好友们。

相信有了你们的支持和信任，“基金经理投资笔记丛书”会将投资智慧之光传播得更远、会将更多人心中的财富大门开启。经过若干年的岁月积淀、牛熊变迁后，我们能在这群人当中发现属于中国的投资大师。

江涛

2007 年 12 月 10 日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

投资是不断学习的过程

一、对江涛的邀请，始终有一些忐忑

和江涛认识多年，2007 年年中，她提出做一个《基金经理投资笔记丛书》系列，盛邀我参与。在这个过程中，我始终拖拉、犹豫。

其中一个原因是对投资业绩的反思。取得了好的投资业绩，到底是运气还是能力？尽管从 2003 年以来，我们的绩效还算不错。

在 2006 年年底总结的时候，我曾写了这样一篇博文《难忘 2006（一）：广阔、高远的视野，系统的方法论是决定性的》，那口气仿佛自己当真是把握了系统的方法，有了超凡的广阔视野。但站在 2007 年年底的我，更愿意把这几年来的好成绩，至少一半归于我们赶上了好日子，赶上了股改、汇改、低估值、低利率、超级流动性等各种利好酿成的大行情。在这波行情中，无论高中低价股，大部分都有很好的表现，我们只不过是因为有之前十多年的牛熊、熊牛经历，对这个大趋势的时间、幅度、广度和深度有一些经验式的认识，心态比较好，持股时间比较长，才有了这一点点成绩。这当中更多的是运气，自己的功力到底有多深，还真是不敢夸口，这需要我们再经历一次深度的熊市，之后，如果仍然能笑傲江湖，才有一点点资格说自己如何。现在写书？好像自己的功力和思考都不足够深刻。

另外一个原因是，自己对过去两三年被大力提倡的价值投资、投资理念等的理解，进入到一个新的思考阶段。价值投资，铁定是没有错的，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到底什么是价值，如何估算价值，不同的人有不同的理解。所谓一千个观众，就有一千个哈姆雷特是也。

站在2008年的门口，展望迷雾、陷阱重重的未来，不免扪心自问：自己真的能做到完全不理会市场情绪以及其他投资者的行为吗？内心世界有这么坚强吗？对市场、企业价值、行业未来真的就看得十分清楚吗？以目前我的认识和境界来看，投资方法、投资理念，大约跟“爱情”这个词一样，属于“不能说，说不得，一说就错”。

价值投资虽然说起来很简单：找到好公司，做好公司的股东，在合适的价格介入。但这么简单的事情一旦深入，就会感到混乱：什么叫好公司？好公司的标准是什么？这个标准是放之四海、跨越时空的，还是辩证的、变化的？估值，这可是个最“忽悠”人的东西，永续增长率或贴现率一个小小参数的改变，都会导致企业价值的计算结果相差甚远。

像这种一说就错的东西，写出来，无非增添更多的混乱而已。

但江涛坚持认为，有必要把这些思考的心路历程记录下来，遂成此书。

二、投资是个不断学习的过程

如果一定要说点什么，我只能说，投资是个不断学习的过程。至少从我的经历看，持续学习，不断进步，才有可能生存下来，才有可能发展。

我进入证券行业纯属歪打正着。因此，学习的内容和过程也比较随机，跟工作经历和当时的市场环境有比较大的关系。

20世纪90年代初，国内证券市场还刚刚创立，缺乏系统的金融理论知识，主要的书籍都是讲技术分析的，大体上都来自台湾。我对证券知识的学习，也是从技术分析开始的。那时，还没有现在这样林林总总的数据库、分析软件，所以盘后分析只能收市后慢慢做。

记得当时公司有一个大办公室，里面有一张很大的会议桌，我们一群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年轻人每人买 n 张最大号的坐标纸，一天天耐心地把上证综合指数、深圳综合指数的 K 线画出来，再用计算器把主要的均线算出来，用不同的颜色笔画上去。早年那些我们所不曾经历过的历史，随着一天天的 K 线慢慢沉淀下来，进入每个人的心里。慢慢地，大家也对市场开始有了一点点感觉。

我曾经在一篇文章里写到："一页一页的 K 线，生动鲜活再现了庄家吸筹、打压、拉高、派发的过程；翩跹起舞的曲线，娓娓讲述着企业经营的喜怒哀乐。"在这个阶段，我信奉市场价格涵盖了所有的信息。

现在对这些有了更多的体会，意识到市场价格大体上只涵盖了短期的信息，但这是完全不够的，否则我们就不能解释巴菲特的存在。任何人要想获胜，必须有超额收益，而这个超额收益来自于企业或行业因素的超预期。假如看空，卖出标的物，负面影响要大于现在大家所设想的预期；如果看多，买入，企业的业绩必须比大家想象的要好。如果最终结果仅仅是符合预期的话，价格就应该是当前的状况。要想做到这些，只能是从两个方面努力：比别人看得更长远，或者看得更深刻。

虽然这几年技术分析方法饱受诟病，但从长周期的角度看，技术分析仍然是一个很有效的辅助工具。市场短期可能是失效的，但长期来说，价格会向基本因素所揭示的价值区域回归。

由于自己在财经资讯公司和媒体都有过工作经历，对信息的冲击力也有了比较深的体会。在信息披露相当不完善的当时，内幕消息、大资金的动向、政策的导向等，都成为影响股价的直接和重要因素，而这些东西很直接地体现在交易的层面——价格和成交量。所以，我也一度很关注事件性因素的作用和影响力。例如：自己会去统计高送配的股票在方案披露之后半年内的市场表现，以及利率升降、印花税增减对市场的影响等。

但这个方法显然不能很好地解释市场的表现并用于指导操作。因为在不同的市场阶段，事件性因素的影响力是不同的：牛市中的抢权、填权，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了熊市里就是逃权、贴权；在企业的利好或利淡因素出来之前，如果股价已经有了充分的反映，则可能是利好出尽的下跌或者是利空出尽的上涨。总之，没有定论。

接触基本分析是在1996年以后，我去了当时最大的封闭式基金（那时候还没有开放式基金）。也由于没有现在这么先进的综合分析软件、数据库，我们只能在半年报和年报披露之后，手工更新上市公司档案，把每一个公司的数据抄写在一张表格上，进行横向和纵向的对比。这个过程虽然枯燥，但是抄多了也渐渐有了一些感觉，知道一些公司的数据每年都在变好，有一些则是“王小二过年”。

记不清哪位高人有个很精辟的点评：读年报的感觉和看电视剧一样，一家公司跟踪得久了，就会发现它到底是在忽悠，还是在真实地做事；到底是运气不好（客观原因），还是自身水平太差（主观原因）。认真做事的公司，多半会得到应有的尊重。

1999年以后，我到了大鹏证券（一直到2005年公司被行政关闭）。其间参加了各种培训：海内外的（澳大利亚金融学院的短期培训，香港理工大学的祁大庆、台湾“QFII之父”——古月涵、郎咸平等人的讲座）、各个领域的（宏观的、微观的、财务、估值等）。2000年，大鹏证券的年度培训经费有800万元，在今天的券商看来不是个大数，但在当时，希望通过培训使得员工素质提升，培育企业今后的增长动力，可见公司还是有想法、有行动的，是有危机意识的。而我认为，在参加各种培训的过程中，我个人是大大受益的。

在这个阶段，一度很认真地研究宏观经济对市场的影响，经过林林总总的学习和不断的摸索实践后逐渐明白，我永远也不可能成为宏观经济学家，它太深奥了。而宏观经济的各种数据和模型，又距离鲜活的企业经营和市场估值太远。虽然证券市场肯定和宏观经济有较强的相关度，但对这个相关度进行度量则是非常难的，用宏观经济数据来指导市场操作，也没有太多的可操作性。自己渐渐认识到巴菲特所说的“……我不是宏观经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学家，也不是证券分析家，我只是企业的所有者”这句话所表达的含义。

我们看到，自2004年以来，宏观调控的措施不断出台，但不同企业应对的能力和最终的成效差别巨大（这样的例子实在太多了，丰田汽车行销全球，尽管日本经济十多年不振；万科在宏观调控的瑟瑟秋风中依然保持清晰的战略、稳健的增长，等等）。这种差别主要来自上市公司管理层能力的不同。所以，我们现在会把注意力更多地集中在企业的盈利模式、行业的竞争格局、管理能力、市场的估值水平等方面，虽然也会时刻关注宏观层面大的动向。

正如苹果公司的乔布斯所说：“……你不可能充满预见地将生命的点滴串联起来；只有在你回头看的时候，你才会发现这些点点滴滴之间的联系。所以，你要坚信，你现在所经历的将在你未来的生命中串联起来。你不得不相信某些东西，你的直觉、命运、生活、因缘际会……”正是这种信仰让我不会失去希望，它让我的人生变得与众不同。

从1996年开始陆陆续续地看年报“连续剧”，到2000年开始的系列培训；从发现技术分析的缺陷，到宏观经济分析的缺乏可操作性……多次碰壁之后，自己逐渐意识到股票不是抽象的筹码，它代表的是在鲜活的企业的若干份额；投资不是击鼓传花的游戏，是理财的过程。

经过这个转变之后，我有了一种豁然开朗的感觉。2004年8月20日刊登在《上海证券报》上的《手中一只鸟，胜过林中两只鸟》一文，被我认为是自己写得最好的一篇文章。

我并不是一个十分聪明、十分有悟性的人。悟到这些，继而有了这样的转变，用了很多年的时间。但我是比较勤奋的人，当市场出现了巨大变化的时候，知道去学习、去思考，去向成功的人士请教，去广泛地阅读。

三、当下的思考

经过2006年以来的思考和写作，我更加清醒地意识到一些最基本和最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本质的原理：股票不是筹码，不是交易的工具，股票市场不是零和游戏，投资的本质在于企业的增长。

虽仍会看行情（我还远没有修炼到可以脱离股市报价器的境界）去大体揣摩市场的走向，也写了不少应对当时市场上涨或下跌的分析或判断的文章（主要在本书的“市场策略篇”里），还是有些股评文章的套路，现在看来不是很满意。但在这些过程中，自己已经渐渐明白，市场分析（预测）和应对的策略是两码事：我们永远不可能准确知道明天会怎样，但力图去把握如果最坏的情况发生，我们的损失大概会有多少，是否在自己的承受范围内。

以我目前的修为和境界看，会更关注企业的盈利模式、定价权、盈利可持续性、估值等。尤其是估值，因为盈利模式、定价权、增长持续性等，都是帮助我们去确定估值模型中G的参数（成长性）大概在什么样的区间内。只有对这些因素考虑得越多，对公司前景和估值进行理性判断和合理定价的概率才越大，犯错误的可能性才越小。

四、保持一颗感恩的心，虽然生活中充满了偶然性和不确定性

一直以来，我都认为我们这代人是幸运的。如果我们生活在20世纪60～70年代，毫无疑问都要上山下乡，再大的能耐都无从施展。所以，国家经济、民生改善方面累积了几十年的欠账，甚至是几百年的欠账，要在这短短的几十年中被逐步清欠（当然，还远没有完成）。单单在这样的过程中我们能够全程参与，就是一种千载难逢的幸运！

1978年召开的十一届三中全会显然是划时代的，而小平同志在深圳划了一个圈，又缔造了一个地区的奇迹。我和身边的朋友、亲人，不但分享到国家蓬勃发展的全过程，还身处在深圳这样一个最前沿的地区，进入到证券行业这样一个最核心、最高端的经济领域，对生活的感激、对深圳的热爱，是我无法用语言表达的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然在深圳的十几年中，经历了所在企业的倒闭、证券市场的寒冬、生活的艰辛，但2005年大鹏证券的倒闭，也让我从一个内部员工的角度，完整地观察和经历了公司的治理结构混乱、战略失误、资金链断裂、风险控制空置等严重问题。这些阅历对于自己更好地观察、理解企业和企业家，其好处是不言而喻的。

如果不是2001年以来证券市场的长期调整，我可能不会有动力去多读圣贤书，去思考市场表象背后的东西，也不会有今天的境界和修为。正因为有过生活的艰辛，才更加感激曾经帮助过我、扶持过我的人们，从而珍惜现在的拥有——无论是亲情、友情还是其他的一切！

上帝关上一扇门，必会再开一扇窗。对此，我深信不疑。

写于2008年元旦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　二

快乐投资之路

为了书名和副标题，和江涛纠缠许久——长达数月。

因本人是女性，曾被强烈建议书名中出现性别，诸如女投资经理之类的字样。的确，入行十多年，在很多场合，我发现女性甚少，甚至我是唯一的女性。但这些场合并不因为我是女流之辈，就有人更关注我的观点，或对我更加友好，反而我必须提高声音、加重语气，才能正常地阐述自己的思想。

在投资市场中，看的是结果而不是性别、年龄、官职、学历等等。而理性、决断、勇气、信心、责任等等，对投资和研究更加重要。这些年，我发现越来越多的女性朋友加入到证券投资这一行，但的确大多数仍在研究岗位上，担当投资经理甚至投资总监的仍然非常少。从这个角度看，投资界仍然是男性主导、男性驰骋的战场。

经常会发现很多投资人其实并不快乐。亏损的，当然不快乐；即使赚钱了，或许也会因为赚少了而不快乐。不是听说华尔街一个投资经理由于买的股票涨了100倍而跳楼的吗？那是因为他才买了100股。

因此深感既然把投资作为一个职业，必须学会适应这个职业特定的规律，并且学会驾驭，至少是驾驭自己的情绪和心理，（假如不能驾驭这个市场的话，事实上也没有谁能够凌驾于市场之上），享受这个过程。那么，怎么样才能快乐投资呢？在我看来，学会做减法可能是唯一的道路。

记得早些年，自己花很多时间去看行情，力图把握每一次的波段，每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一轮次的板块轮动，因此自己的自选股竟然多达几百个。

为何要多达几百个呢？首先，自己一直喜欢的爱股肯定在自选股中；其次要把所有的指标股都罗列上去，否则指数涨了，你怎么知道是哪个板块带动的呢；第三，各大券商每天都有新报告，都有新推荐的股票，这些有可能是未来的新热点，不能放过，也列入自选股；最后，圈子里每天几乎都有各色传闻，××股票要重组了，××公司有新庄家了等等，听到的都要罗列进来；还有，定期翻看所有股票的图形，一定会发现很多量价配合极佳的品种，这可不能放过。呵呵，这样下来，自选股肯定有好几百只啦。

这好几百个公司，肯定把人忙到四脚朝天也关照不过来。而且由于企业的基本面随时在变化，尤其那些重组类型的，瞬息万变。忙碌的结果一定是猴子掰苞米，掰一个，扔一个，从来没有认认真真把一个企业或一个行业搞透彻，也从来没有把一段行情认认真真做完整。

这往往是在卖方（券商）做研究最大的弊病，要把握所有的细节和机会，事实上是不可能的，而且最终结果可能是最不理想的。

古话云，四十不惑。可能因为年纪大了，终究心也平和了很多，知道世上之事自己无能为力的有很多，因此应该把能力范围内可以做到的事情尽量做好。

于是开始大量删减自选股。

尽管我认同大股票的长期趋势不错，但毕竟对很多大行业来说，如银行、石油石化、钢铁等，它们的行业整合已经完成，寡头垄断已经是事实。因此，这些行业的长期增长速度将与GDP相符合，难以出现过去一两年的高速增长奇迹。所以，对于超大型的大盘股，今后应该逐渐定位在价值型的股票上，投资者尤其是求稳的投资者，比如险、社保资金，应该在合理的价格上长期持有，等待派息。从这个角度看，对于大量的指标股我就不会太在意了，也更谈不上是什么板块带动市场上涨了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于大量的消息类股票、重组类公司，我现在也已经有了很好的免疫能力。不是说这些股票不能涨，而是我们不具备掌握它们重组进展关键信息的能力，因此无法判断价格到底是合理还是不合理。所以，这部分的暴利和巨亏自然就和我们无缘，我们也就不用再费心去探究了。

剩下的就是为数不多的公司了。它们的行业脉络清晰、企业盈利模式较好、管理层比较稳定、上下游关系比较协调，属于可调研、可把握、可预测的那一类。我们希望它们的行业增速能略快于 GDP，行业的龙头公司能获得大于行业增速的发展，假以时日，市场终究会给予它们合理的定位，我们终究有希望获得每年两位数的盈利增长。

虽然这样的增长并不显赫，但我们已经深刻意识到，复利的威力是极为巨大的。即使是年 15% 的复合增长，5 年、10 年、15 年后的成绩就是原始投资额的 2 倍、4 倍、8 倍。对于这样的收益我们已经感到很欣慰，因此会很平静，很感恩，心中会有一口永不枯竭的快乐之泉在流淌。

学会做减法，学会放弃，可能最终能得到最最珍贵的东西和最好的结局。降低自己的预期，无论对投资还是对生活。上帝并不因为你渴求得少而给予得少，不是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 CONTENTS

总序 / 1

自序 / 1

序二 / 8

第一部分 长期性比成长性更为重要 / 1
（投资理念篇）

我看 JOB 的故事 / 3

看公司赚钱能否持续 / 4

学会对似是而非的机会说不 / 5

短线客的博弈和长线投资者的思路 / 7

好的不贵　差的不贱 / 9

重要的事情做对几件就够了 / 11

以什么作为买卖股票的标准和依据 / 13

长期性比成长性更为重要 / 15

你是什么类型的投资者，要赚什么样的钱？/ 17

风险？就是你不知道自己在干什么！/ 19

投资很严肃　研究很辛苦 / 22

越……越…… / 24

马太效应 vs 地心吸引力 / 27

3000 点位置上的思考：资金 vs 估值 / 30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分　怎样才能不裸泳 / 33
（投资方法篇）

牛市是怎样被蹉跎过去的？/ 35
裸泳？纸上富贵 / 37
品种选择（上）：行业与财务指标 / 39
品种选择（下）：价值和成长 / 43
价格和时机 / 45
耐心源于信心，信心源于信息和纪律 / 49
不求最好　但求次好 / 52
盈利模式与盈利 / 55
资金优势 vs 估值优势 / 57
学习万科好榜样：均好和 3 + X / 59
成功不是偶然 / 62
左边、中间、右边 / 64
跌了，又如何？/ 67
不要利润断层 / 69
1900 点，买还是卖？/ 72
大浪淘沙，物竞天择 / 74
好公司是自己浮出水面的 / 77
业余炒股者的未来？/ 80
日日是好日　夜夜是良宵 / 83
牛市没有结束，但是否赚钱则另当别论 / 85
安全是收益的近义词 / 87
耐心的三个方面 / 89

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分　知道怎样做比预测更重要 / 93
（市场策略篇）

要进二退一地赚钱 / 95
时机决策比选股更难 / 97
跌了，怎么办？/ 100
汉唐盛世 vs 前景暗淡 / 102
1400 点，市场给我们出的难题 / 104
看天吃饭的农民 / 106
下半年市场的三种可能 / 108
找到适合自己的最佳策略 / 111
新的结构性变化出现 / 114
超越市场，谈何容易 / 116
2000 点之上，与其博弈指数的涨跌，不如…… / 119
跌破 2000 点？/ 121
再看存款大搬家 / 124
广阔、高远的视野，系统的方法论是决定性的 / 128
2006 年的利润构成 / 130
抢占资源是头等大事 / 132
超级想象力 vs 客观冷静 / 135
年初首日 K 线 = 年 K 线？/ 138
心态决定收益 / 140
万一上市公司业绩增长达不到资本市场贪婪的预期？/ 142
现在可以说之前的利润落袋为安了 / 144
现在恐惧跟前期狂热一样没道理 / 146
3000 点靠什么赚钱？（一）/ 148
3000 点靠什么赚钱？（二）/ 151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台风来了猪都会飞（一）/ 154
台风来了猪都会飞（二）/ 157
再谈知道自己在干什么 / 159
重上 4000 点有感 / 163
顶级蓝筹或小市值重组股？/ 166
或许最难熬的日子过去了 / 168
知道怎样做比预测更重要 / 170
运气或能力？/ 172
波动·估值·黑天鹅（一）：永远不要用负债和杠杆 / 175
波动·估值·黑天鹅（二）：艰难的估值和无序的波动 / 179
波动·估值·黑天鹅（三）：投资界和实业界的分歧 / 182
独立思考 辩证判断 / 185

第四部分 好公司是自己浮出水面的 / 189
（热点机会篇）

资源和消费的机会 / 191
财不入急门 / 194
新会计准则与中国资产 / 196
万科和招行会是深发展和长虹吗？/ 199
巴菲特阐述并购六原则 / 201
公司规模不能太小 / 203
不能错过身边的龙头股 / 204
怎样赚钱比赚多少钱更重要 / 207
主街上简单的企业 / 209
主人与狗 / 211
战略性资产还是长线看待比较好 / 213

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超正常增长——制度性大红包 / 215

资产注入：美妙的故事需要冷静理性的分析 / 219

盈利模式是重中之重 / 223

地主们有福了！ / 228

专业主义——魔鬼在细节中 / 232

注定必然如此之 B 股版 / 235

“老金花”重开，相约 2000 点 / 237

与大师对话 / 240

降低期望值：A 股 vs H 股 / 244

第五部分　分享阅读的快乐 / 247
（东读西想篇）

投资能力是最重要的 / 249

Fast is slow，贵就是便宜 / 251

注定必然如此 / 253

我们喜欢遵守游戏规则的人 / 255

投资者的未来是什么？ / 257

做一只刺猬很难 / 260

做一只刺猬的主人更难 / 264

负债随想 / 267

附录　手中一只鸟，胜过林中两只鸟 / 271

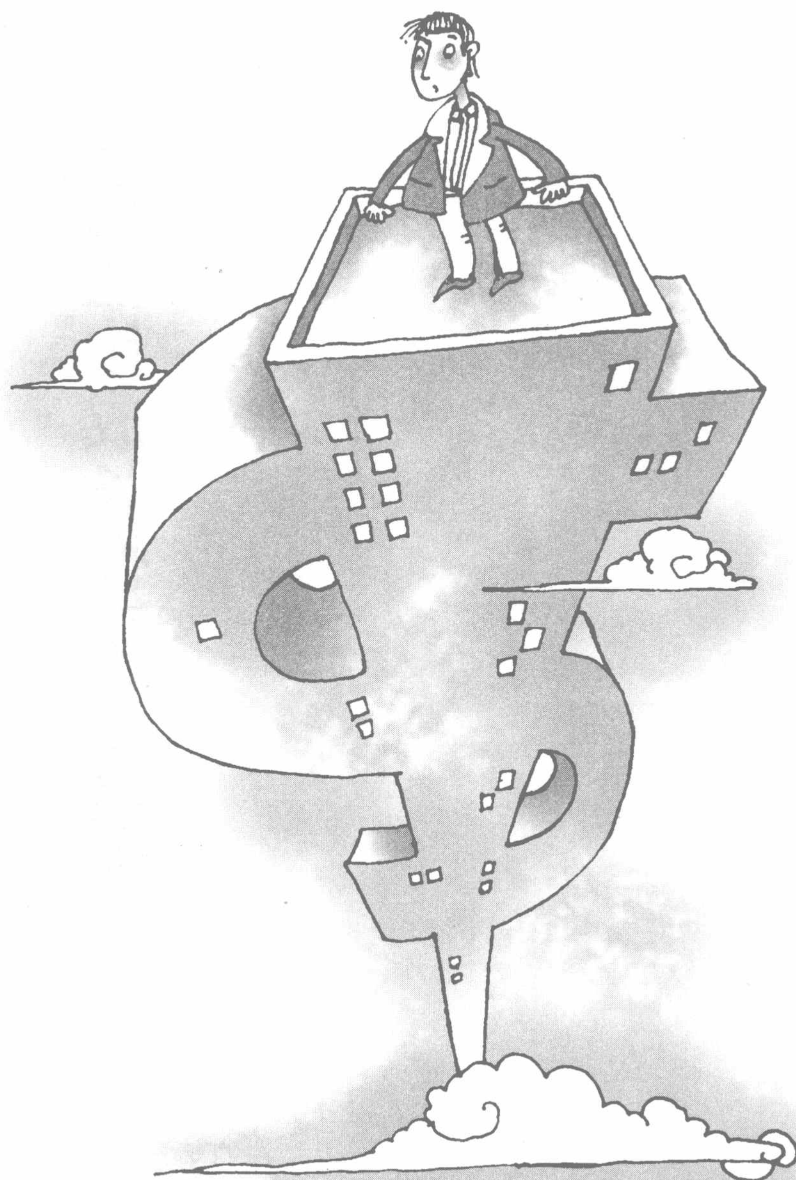
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

长期性比成长性更为重要

（投资理念篇）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我看 JOB 的故事

2006 - 01 - 13

价值既是一个虚泛的概念，又是一个歧意万千的东东。你认为有价值的东西，可能在另一个人看来连敝帚都算不上

《JOB 的故事》是广发基金管理公司投资总监朱平在《上海证券报》上发表的文章的一部分，他想通过这个故事说明，现在国内股市上有色金属等资源类品种的上涨是有合理性的。长期来说，有价值的东西终究会得到认可。就是我们俗话说的，是金子总会闪光的（参见“基金经理投资笔记丛书”系列朱平所著《投资是一种生活方式》一书——编者注）。

对于文中的道理，相信我们很容易明白，也会很认可。但事实上，操作实行起来并不那么容易。为何？价值既是一篇虚泛的概念，又是一个歧意万千的东东。在《新概念英语》里有一篇著名的课文《各有所爱》，你认为有价值的东西，可能在另一个人看来连敝帚都算不上。否则，市场上怎么会有那么多交易？每分钟都有千万笔，有人买进有人卖出。人们熙熙攘攘，为利而来，为利而去。

因此，怎样制订“价值”的标准和定义，怎样按照自己的条件和优势做出最客观、科学的判断，其学问太大了。“半部《论语》治天下”，在一个大的原则和框架下的演绎、应用，是我们最重要的工作和职能，也是为人们服务的具体落脚点所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看公司赚钱能否持续

2006－01－13

价值也好，金子也好，用一句话说，就是——水无定势

上一篇文章说价值是永恒的，是金子总是要发光的。但关于什么是永恒的价值，什么是金子，在具体问题上分歧很大。

就说金子吧，在1979年末到1980年初，黄金市场上曾经出现过一次金价大幅上升的行情，创下了850美元/盎司的纪录，当时的美国短期通胀率高达20%。后来在克林顿执政期间，美国经济实现低通胀高增长，金价回落到250美元/盎司。“9·11”后，美联储采取的宽松货币政策导致全球充满了流动资金，黄金又涨回到550美元/盎司（这是2006年1月初的金价水平。2008年1月3日凌晨，现货黄金突破850美元/盎司，创下28年以来的历史新高。3月13日，纽约商品交易所黄金期货价创下1000美元/盎司的新高纪录——编者注）。可见，价值也好，金子也好，用一句话说，就是——水无定势。

当然，这不意味着我们是随机漫步者，是不可知论的信奉者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会对似是而非的机会说不

2006－03－17

当前我们的思路是要学会放弃，学会对很多似是而非的机会说不

广发基金公司的两个人——基金经理何震（2008年初，何震离开广发基金公司——编者注）和投资总监朱平，都是我比较喜欢的，他们写的东西不错。

何震最近说（我认为不是他最新的观点，而是一直以来的思路），选股如同NBA选球员，要具备四个要素：第一是主业简单且能进入堡垒，阿猫阿狗都能做的趁早别选。第二是行业有广阔的空间并处于增长阶段，有些行业的总规模就那么大，其中的老大又能如何？想起“网络风险投资教父”——约翰·杜尔（全球著名风险投资公司KPCB（Kleiner Perkins Caufield & Byres）的合伙人，拥有电子工程以及哈佛商学院MBA学位。作为世界最具传奇色彩的风险投资家之一，杜尔的最大影响力在互联网。从1980年开始，杜尔便为包括Google、亚马逊、网景在内的超过250家技术型企业提供了资金。他对亚马逊的800万美元投资后来增值到6000万美元；他对网景500万美元的投资获得了4亿美元的回报；1999年对Google投资的1250万美元，上市后增值到了30亿美元——编者注）第一次见到Google公司创始人佩奇和布林的情景。约翰问他们，生意有多大？后者回答说100亿美元。约翰问，是市场总额吗？回答是收入，约翰当即从椅子上掉下来。后面的故事就不用说了。第三个要素是管理层优秀。第四个要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素是估值合理。

无独有偶，前些天看到海外一个运作不错的基金，说他们的投资哲学是“三不”：不买欠缺以往业绩的新股；不买周期性行业股票；不买矿业股。不买新股的意思是，新股没经历过历史的考验，不知道它的盈利波动如何、在不同市场中的表现如何。我想，也包括那些业绩突然变好的公司——即使它上市已经有年头了，因为你不知道它这次业绩好转是偶尔的，还是可持续的。这个观点和巴菲特忽略掉业绩逆转的公司，不相信“故事”的理念是一致的。至于不买周期性行业股票大家都能理解，而不买矿业股的道理有点类似周期性行业，因为商品价格是典型的周期性波动的，而企业利润又放大了这种波动。

最近正在看罗杰斯的《热门商品投资》，他说得很清楚，买矿业股真不如买商品本身。因为股票还涉及管理、税收、公司治理、股票市场情绪等多种因素，而商品价格的波动清晰简单，只要控制好头寸，做好理性的分析和长期打算，投资商品远胜于投资商品类股票。

所以，我们——我和我的团队都认为，当前我们的思路是要学会放弃，学会对很多似是而非的机会说不！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短线客的博弈和长线投资者的思路

2006－03－23

而持股的信心无非来自两个：第一，你对庄家的情况了如指掌；第二，你对企业的基本面有足够的信心，有足够坦然的心态去承受波动

市场虽然又回落到1300点附近，但我们重仓持有的万科、招商银行、张裕等龙头公司要么没有跌，大创新高，要么跌幅也有限。

这次的波动，再一次证明了股票是要拿的时间够长，才比较有可能实现丰厚收益的（当然了，如果股票质地不好，持有再长时间，都可能是亏损累累，这是另一个话题）。罗马不是一天建成的，我们的确很难找到连续涨停、短期翻番的品种。如果一有风吹草动，就拿不住筹码，损耗的交易费用且不说，未必每次都能低买高卖，一个不小心，成本越做越高。

其实，一轮牛市下来，个个股票不都涨了几倍吗（或许此轮牛市例外，呵呵）？一年前持有的品种一年后看，个个涨幅不俗，但为何你没有赚到钱呢？无非是对它没有信心。而持股的信心无非来自两个：第一，你对庄家的情况了如指掌，根本来说，庄家是你兄弟，你可以看到庄家的底牌；第二，就是你对企业的基本面有足够的信心，有足够坦然的心态去承受波动。如此，才能获得比较丰厚的利润。关于前者，我想多数投资者都不具备这样的能耐，这样我们只好回归到后者——看你对企业的质地有无信心了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短线客的博弈其实是很风光的，每轮热点都没落下，可不知道他们长期算下来，市值增长到底有没有超过指数？因为短线客对指数是敏感的，例如，这段时间做得好的短线客，可以日进斗金；做不好的，恐怕要出现赤字了。说到底，短线客要博弈的是两个层面：指数和个股，既要选个股——热点，还要看指数的涨跌。相对来说，基本面的长期投资者博弈的层面只有一个：企业的基本面。

基本面的长线投资者为什么赚钱？有两方面的原因，一方面对企业有信心，这样的企业一定是成长性好、有价值的好企业，即使短期买贵了，但时间会逐渐抹平这些波动；另一方面，也是相当重要的方面，是考虑到要长期持有，做好长期持有的打算，要给自己相当的安全边际，因此对低价买入有很严格的要求。而低价买入，其实就是极大程度地过滤了技术面的风险——在大盘风险小的时候介入。

回顾我们写的文章，《学会对似是而非的机会说不》、《公司规模不能太小》、《巴菲特阐述并购六原则》、《看公司赚钱能否持续》（后三篇参见本书第三部分“知道怎样做比预测更重要”——编者注），都是力图从不同的层面寻找到能长期持有的品种。虽然这些探索还不算很完善，而且也会错过相当多的机会，例如风光无限的“太阳能概念”和“糖价涨300%”的题材，但我认为这样至少可以过滤掉很多风险，而真正能落实下来的机会就有很大的成功概率了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的不贵　差的不贱

——这才是我们最大的机会

2006－04－05

优质公司虽然阶段性涨幅较大，但事实上，和其内在价值相比仍然是廉价的，长期持有它们，仍然能得到丰厚的回报

每天翻看媒体文章，一定有大量的商业欺诈、大股东掏空上市公司、经营不善、业绩倒退的报道。每年的3～4月份是年报集中披露阶段，每每浏览年报信息，总会感慨中国的主板上市公司股票任你怎样亏损，怎样资不抵债，股价都能在1元以上（以2006年3月28日的收市数据看，仅有2家股价在0.8元、0.9元），这些公司若是在香港市场上，早已是仙股（“仙”是香港人对英语“cent”（分）的译音。仙股就是指其价格已经低于1元，因此只能以分作为计价单位的股票——编者注）了。反观优质公司，无论是银行类的招商银行还是地产类的万科A，或是消费类的张裕A（尤其是张裕B股），其估值都低于香港同类公司。

在香港上市的交通银行（3328）2005年业绩为0.22元，市盈率为22.4倍，而招商银行预计2005年每股盈利0.35元，目前PE不到20倍，更何况招行从很多层面上看，质地都好于交行。

地产股的万科则是AB股倒挂已经半年多。因为在香港上市的中资地产股的估值远远高于万科B，故而出现万科B股持续上涨，带动A股，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进而带动深圳成分股指数，从而领涨整个大陆A股市场的局面（话扯得有点远了，在本次行情中，万科B其实是整个市场的领头羊）。

国内投资者有炒落后的习惯，尤其是当万科A、张裕B等龙头公司持续上涨（2006年3月，万科A进入一轮较大幅度的上涨，股价从3月10日的最低价5元一路上升至4月5日的最高价7元左右，不到一个月股价上涨40%，张裕B同期也从17元上涨到25元附近，涨幅亦高达47%。不过，此后张裕B继续上涨，至5月15日最高涨至32.2元，万科A却一路回调，至当年6月中旬又跌回5元附近，但这基本上是该股近两年以来的最低价了——编者注），我们不断接到询问，是否要卖出这些优质公司；或者问，卖出了这些股票，是否还有更好的选择。对此，我们感到非常无奈，这些公司是国内最好的企业之一，卖了它们，很难找到更好的品种。同时从估值上看，它们并未被高估。

在遗憾和无奈之余，我们深深地感到庆幸。正因为国内投资人（不仅是散户，机构也大多如此）并没有真正理解投资上市公司是分享它的成长，是得到它的股息回报或者市值增长，而非投资者之间的击鼓传花，是一种零和游戏。所以，优质公司虽然阶段性涨幅较大，但事实上，和其内在价值相比仍然是廉价的，长期持有它们，仍然能得到丰厚的回报。这才是我们的大机会，也是我们极为看好2006～2008年市场的本质原因所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的事情做对几件就够了

2006－04－05

无论是人生、交友还是投资，重要的事情做对几件就够了

写完《好的不贵，差的不贱》，回想起我们从2003年以来获利丰厚的股票：长安汽车、赤湾、中集、烟台万华、万科、张裕……其实并不多，而这两年来买过的股票可不止这几个。这些公司归纳起来就是三类：工业股、交通运输股、消费类股票。前两者又可以合并为一个大类，就是依托中国成为世界工厂而业绩大幅增长的企业。

中国加入WTO是2002年，这一年被称为世贸元年，原先以为会大受冲击的汽车、农业等没有出现可怕的迹象，反而是中国的制造业有了惊人的增长。在这个背景下，交通运输业，尤其是与国际贸易有关的港口、机场、集装箱制造等，由于行业集中度高，优质公司基本上在A股上市，所以我们分享到了交运行业几个大公司高速成长的成功。

展望未来的数年，交运行业虽然也会增长，但已经过了高速、暴利增长阶段。制造业方面，由于廉价制造之痛，所以，也不会成为我们的重点选择。相反，服务业和消费业则是今后经济增长的最大亮点。

“两会”以及过去一年来高层的战略调整，都是让宏观经济从高度依赖投资、出口，回归到启动内需上来。一个国家的强盛、政府的成功，最大的体现莫过于民间财富的增加、百姓生活质量的提高。从财政政策的转移支付、农业税取消、新农村建设等多个方面，国家的资源在重新分配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从城市角度看，收入的提高使得汽车、住房等大宗消费品持续产销两旺，尤其是楼市。

20 世纪 80 年代以来出生的孩子，是第一代有安全感的中国人，他们逐渐就业、成家，连同目前最具消费实力的 60 ~ 70 年代人，构成了中国庞大的消费群体，无论是顶级奢侈品，还是大宗豪宅，或是廉价的白酒、工艺品，都具备广阔的市场。消费品行业的细分市场如果完成了行业整合，则龙头企业能分享到极为惊人的成长，每每能给出超乎市场预期的业绩。因此，在我们的配置中，与大众消费、服务有关的地产、金融、食品饮料、化妆品等，占有绝对优势的配置比例。

近期，大摩的罗奇在他最近的研究中也提出这样一些观点：中国经济增速、增长方式都出现明显的转型，从依赖出口和投资转向提升消费，因此，全球商品价格、全球消费品市场都会面临新的冲击或机会。这个结论也是多数经济学家、行业人士共同认可的。

既然这样，我们更加坚定了看好消费和服务业的信心。而消费和服务业，无论是 A 股市场，还是香港的 H 股市场，那些完成行业整合的龙头公司，一定能获得超额收益。

其实，当我们回顾过去的成功或失败，会得出一个很简单的结论：重要的事情做对几件就够了。如同我们回顾过去几十年的人生经历，其实重要的也就是那几个瞬间，几个重要的决定，几个对我们人生有重大帮助的贵人。这些关键点把握住了，大局就已然落定。

巴菲特曾经说过："理性，集中体现在几件而不是很多件事情上。"假设你只有一张可以打 20 个孔的投资决策卡，每投资一次，就在卡片上打一个孔。这样你将做出 20 次好的投资决定，渐渐地，你将变得非常富有，根本不需要 50 个好的创意。

所以，无论是人生、交友还是投资，重要的事情做对几件就够了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以什么作为买卖股票的标准和依据

2006 - 04 - 25

估值才是我们决策中最重要的标准，至少在我们目前的理论和实践水平上

最近一段时间，市场纷扰得很。基金看多市场，QFII 奋不顾身，但宏观调控、商品期货市场上涨都对经济、证券市场形成制约。扩容压力已经是眼前的事，不时有短信发来小道消息说保险资金要赎回，市场要跌啦。

但我们似乎还是不舍得出掉那些千挑万选出来的好股票。

这令我们思考一个很深入很重要的问题：我们以什么作为买卖股票的标准？主力资金动向？保险赎回？政府态度？调控手段？技术分析？

要说技术分析，是一门很综合的艺术，应该说，它涵盖了主力资金动向、保险赎回、政府态度、调控手段、供求关系等多方面的因素。但最近一期的《股市动态分析》上有人撰文说，技术分析的高手、《股票作手回忆录》的主人公利弗莫，一代枭雄，在大喜大悲后，晚年自杀而死。这令我很震撼，因为这再次从一个侧面证实了技术分析本身的局限性。

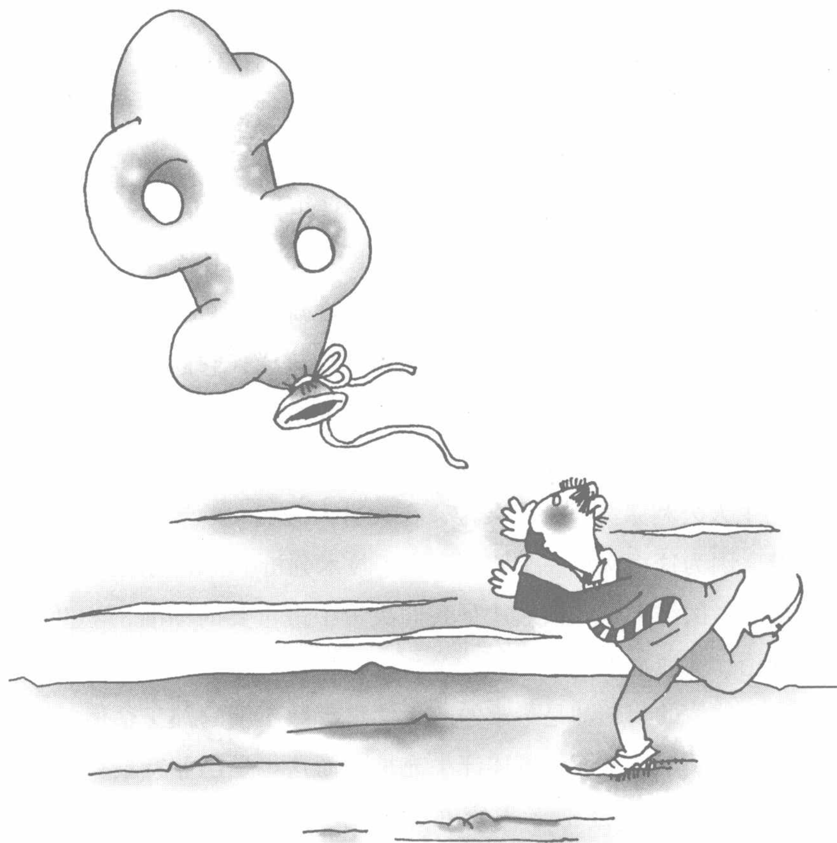
最后思考的结果是，估值才是我们决策中最重要的标准，至少在我们目前的理论和实践水平上。

但这个估值的问题却是最难的。大学里有数不清的关于估值的课程和理论，书店里关于这方面的著述汗牛充栋。而这也是巴菲特最核心的商业机密和核心竞争力，连他老人家在很多时候也不愿意把顶级武功展示出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值涉及到贴现率、增长率、残值的计算，而贴现率由无风险收益率和风险溢价组成，增长率暗含了分析者对竞争环境、企业竞争优势、供求关系等多方面综合因素的主观判断，残值则涉及永续增长率这个最重要的参数。从中学数学我们就知道，一般解方程很少有超过3个函数的。现实生活告诉我们，一件事情如果涉及3个以上参数，其结果必然是差之毫厘，谬以千里。

这是我们努力的方向，也是我们核心竞争力所在。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期性比成长性更为重要

——2001 年以来的投资理念嬗变

2006-04-28

浮躁的人们过于追逐“成长性”，甚至是短期的“成长性”，忽略了长期性比成长性更为重要

2001 年以后，市场理念出现了两次大的转变。凡没有跟上的投资者，轻则大盘涨没赚到钱，重则被市场消灭掉了。

第一次观念和理念的转变，是从注重概念、题材、庄家、涨跌幅度等转向业绩和市盈率。代表性的股票是 2002 年底的长安汽车和盐田港，当时的指数是 1500 点。长安汽车以其优异的业绩从 2002 年四季度的 6 元起步，一直涨到 2003 年初的 19 元多。除了长安汽车外，盐田港其实更是一个典型的例子。2001 年 2200 点的时候股价是 16～17 元，指数跌了七八百点，它几乎没跌，2003～2004 年继续逆势上涨到 28 元。无论从盘子、累积涨幅、题材、概念等，盐田港都是很乏味的股票。它有这样的表现，已经说明市场的投资者结构、理念出现了重大的变化。

其后的市场，汽车、钢铁、石化、金融等“金花”竞相开放，强势的股票继续上涨（因为业绩的原因），跌幅巨大的股票继续深幅下跌（同样是因为业绩的原因）。这些涨跌和累积涨跌幅毫无关系，和机构换进换出毫无关系，唯一与股价相关的是业绩和成长性。

2004～2005 年，投资理念出现了更进一步的深化。因为中国目前经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构的原因，经济难免出现大的波动，宏观调控的“紧箍咒”也时常念起。周期性行业的公司出现巨幅波动，钢铁、机械、甚至港口、电力、煤炭等行业，即使业绩优良、市盈率很低，但只要业绩的环比、同比出现下滑，股价就轻易跌去五成。很多刚开始未能从绩差股转变思路的投资者，赶上了周期性行业的高点，损失一点不比死守垃圾股少。我们早早意识到具备核心竞争力和持续增长潜力的公司是个巨大的宝藏，其股价虽然涨了几倍，但仍然是低估的。

这是一次更加深刻的转变，令所有的投资者深思：投资到底是怎么一回事？投资的收益到底从哪里来？到底该如何衡量企业的竞争力？我们深切意识到持续增长是如此地重要，如此地致命！没有深刻理解到这个问题的人，还孜孜不倦地寻找业绩短期爆炸性增长的故事，在股改的浪涛里寻宝。殊不知，随着市场的成熟，各类投资者，尤其是社保、保险等长期、超长期机构投资者的加盟，QFII 的参与，市场给予短期暴利的估值是有限的，而我们需要长期在市场上生存！

这两次理念的转变很好地解释了一些现象。例如，尽管指数恢复到 1400 点区域，但消费、地产、金融、石化等行业的部分龙头公司早已是 3000 点、5000 点的位置，而大量的绩差股还在 500 点的位置上。从 2003 年以后，它们又跌了 50% ~70%，即使是股改摊低了成本，但对于很多投资者来说，解套的希望实在渺茫。

可以这么说，中国的资本市场从 2001 年开始了一个质的转变，但这个转变到现在尚未完成，投资者远未成熟。浮躁的人们过于追逐“成长性”，甚至是短期的“成长性”，忽略了长期性比成长性更为重要。即使是 10% 的年复合增长，只要能持续，也比短期增长两至三倍，然后不增长或倒退要好得多！

遗憾的是，这个道理没有多少人认同，太多人需要赚快钱了。因此，一些公司也的确被低估了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是什么类型的投资者，要赚什么样的钱？

——28 日市场对利空反应的观感

2006 – 04 – 28

认识到你是哪类投资者，你有哪些优势，能赚到什么样的钱，在市场上的定位是什么，这些是非常重要的

一季度宏观数据太火爆了，意料之中的调控措施果然出台——贷款利率调高（中国人民银行决定，从 2006 年 4 月 28 日起金融机构一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点，由 5.58% 提高到 5.85%。这是央行自 2004 年 10 月 29 日以来首次调整贷款基准利率——编者注）。可是，市场只是低开了一下，居然在“五一”节收市前大涨了 23 点，这恐怕既出乎管理层的预料，也让很多要空仓等待宏观调控措施者大跌眼镜。

我们不是神仙，在前期曾经思考：到底什么是我们买卖决策的依据？技术指标？宏观调控措施？或者是其他？结论是：只要企业前景好，估值合理，那就持有。而调控措施、短期下跌这些事情，未必是我们能很好把握的。

当然，肯定有人不同意我的观点。明明知道国家要宏观调控，为什么不卖掉那些直接受影响的行业和股票，等跌下来再买回呢？总有聪明人劝导我们要长短结合、灵活机动嘛！

还有的投资者说，2003 年以来研究机构纷纷倡导“价值投资”，殊不知，2003 年上半年“价值投资”汽车股、2005 年 3 ~ 4 月“价值投资”港口、机场、航运等交运股，受的伤害不比踩到一个 ST 的地雷少！怎么就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能笃定地判断此次宏观调控就是轻描淡写呢？

再有，2003 年的海虹控股，2005 年以来的 * ST 屯河（2007 年 3 月 7 日，股票简称变更为中粮屯河——编者注），看上去一点也不“价值投资”，但股价一样涨幅不小。

事实上，2002 年以后，除了 B 股、H 股、A 股市场的优质股以外，还有一个暴利投资渠道是商品期货。房地产也是非常好的投资渠道。

说了这么多，无非是想说明：第一，除了股票市场外，其他还有很多投资渠道；第二，股票市场里面也有很多的机会，并非价值投资一棵树会结果子；第三，即使价值投资，也会有短期波动，我相信会有聪明无比的人，能长短结合，把优质股的波段做好。

但是，且慢。这么些年的经历告诉我们，虽然看上去机会很多，但未必是我们很容易把握的。罗杰斯能赚的钱，我们未必能赚到；而房地产投资也很专业，需要时间、精力去打理。至于海虹控股的机会，那就看你有无足够的能力去把握它的技术走势了。所以，作为投资者来说，应该拷问自己“你是什么类型的投资者，你有什么优势，要赚什么样的钱?”

我们知道，股票是分分秒秒波动的，短期的利多利空消息当然会导致股价的波动，关键是这种短期波动未必是我们能把握的。

我们也知道，每天都有很多股票涨停，无数的公司说有资产要注入，很多公司的资产要重估，而资产注入和价值重估是本次行情的一个非常重要的热点和长期支持因素，很多股票将走出很好的行情。但由于能力圈的限制、知识结构的制约、信息和人脉关系的不足，导致我们对此类公司的追踪能力比较差，往往抗不住短期的振荡。所以，这些股票往往不是我们的福星。

还是那句话，怎样赚钱，比赚多少钱更重要。因为，赚到明白钱，才能持续赚钱。否则，赚钱稀里糊涂，将来亏损只怕也是糊里糊涂。最后是白忙活一场，甚至是亏了老本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险？就是你不知道自己在干什么！

2006－05－10

通常人们是卖掉上涨的，留住亏损的，结果导致手里一堆烂股票

我们前几天说了两个感觉：第一，是大趋势的问题；第二，是心态和研究能力的问题。对于第一个大趋势问题，感觉投资者就是农民，看天吃饭而已。一个大趋势的形成需要时间、基本面等很多综合的因素，一旦形成了，轻易不会逆转。

第二个问题是心态和研究能力的问题。很显然，2003～2005年的市场对于我们来说，是更容易赚钱的阶段。为什么这么说呢？因为热点非常好判断——二八甚至是一九现象。那些无论用放大镜还是显微镜看，都是好公司的股票，自然是唯一的选择。牛市来了则不然，50%或许更多的股票都能上涨，因制度性因素的改变，涉及的层面太广泛了，人民币升值而引发的资产重估行情也是极为宽泛的，所以有地产、金融、消费、有色金属、商业股以及重组概念、军工概念、新农村、并购、新能源等形形色色的热点。相信今后还将不断涌现出新的热点和牛股。但是，对于普通投资者和小型机构而言，是否有足够的研究能力，是否能广泛涉足那么多的行业和领域，则是另一个问题了。

我非常感慨地看到巴菲特说的一段话：所谓风险，就是你不知道自己在干什么！做有色金属股的人一定要知道，决定有色金属股的业绩和估值的最大因素是商品期货的价格，因而对国际商品市场的趋势、前景、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期长期判断要非常清晰。所以，罗杰斯能赚的钱，未必人人能赚到，因为他在这个领域有足够丰富的经验、数据，甚至是资金实力。一些人在商品期货上犯的错误可谓不小，从陈久霖（2004 年 11 月，在新加坡上市的航空燃料供应商中国航油（新加坡）股份有限公司因场外石油衍生品交易出现巨亏，亏损额高达 5.5 亿美元，11 月 30 日向新加坡高等法院申请破产保护，原总裁陈久霖被新加坡警方拘捕。2006 年 3 月，陈久霖因局内人交易、公司业绩报告造假、没有向新交所披露重要信息、欺骗德意志银行等六项罪名，被判 4 年零 3 个月的监禁和 33.5 万新元罚款——编者注）到刘其兵（2005 年 11 月 13 日开始，外电纷纷披露中国国储局交易员刘其兵在 LME（伦敦金属交易所）铜期货市场上在每吨 3000 多美元的价位附近抛空，建立空头头寸约 15 万～20 万吨。这批头寸交割日为 12 月 21 日，但自 9 月中旬以来，铜价每吨上涨约 600 多美元，这批空单无疑已经造成巨额亏损，而刘其兵则神秘失踪——编者注）！在重组、军工、新能源等各色牛股辈出的领域，也一样有很多关键因素，就看你是否有资源、有足够的研究能力去跟踪它们！

多数股票是要中线持有的，但能不能有持有的信心和决心、是否很容易被嘈杂的市场引诱、是否在振荡的时候有足够的信心去坚守，这些问题说来简单，做起来并不那么容易。

除了振荡和其他热点的诱惑以外，还有一个是获利是否卖出的问题。最近和一个朋友聊商铺投资的问题，她说对那些迟迟不能有好的租金回报和稳定租客的商铺，如果感觉是判断错了，就要及早出手，而那些旺铺则是绝对不可卖掉的。

股票市场则相反。通常人们是卖掉上涨的，留住亏损的，结果导致手里一堆烂股票。香港的曹仁超先生（原名曹志明，香港财经专栏作家，股评人，现为《信报》董事及专栏作家。每周 6 天在《信报》撰写《投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日记》专栏，以轻松有趣的笔触，分析香港股市以及政经形势——编者注）几乎每天都要苦口婆心地劝说：止损不止盈就是这个道理。那么，到底对于盈利的股票该怎么处置？这个问题跟高抛低吸一样，也是听上去好简单，做起来不容易。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资很严肃　研究很辛苦

2006－05－11

成功不是偶然，不是运气，是研究能力决定了投资收益

世上有些事情人人都会做，却只有很少人能做得非常好。例如炒菜，大凡我们工薪一族，多数时候是要自己下厨的。饭菜做得色香味俱全者，那叫大厨；精于饮食之道的，那叫美食家。这两种人都非我等混饱肚子者可以相提并论的。

除了做饭，即使是日常家务活也有讲究。十几年前来深圳的大学生月薪千元已经是很好的收入了，而当时香港的保姆以菲佣为主，薪水是5000～8000港币，让一帮名牌大学的博士、硕士羡慕得恨不能偷渡到香港去做保姆。可这个菲佣并不是那么简单的。从菲律宾的经济结构看，菲佣给国家创造了源源不断的外汇收入，在东南亚地区口碑甚好，要做一名收入高的菲佣真不那么容易呢。日前看到文章说，北京的高收入一族已经雇用菲佣了，她们会英语，客人来了会表演唱歌跳舞，会烘制新鲜的蛋糕。雇主说，自打菲佣来了以后，他家的卫生间就永远像五星级宾馆一样整洁！当然了，菲佣的价格也是目前国内保姆的十倍甚至更高。

话题扯得有点远。我想说的是，买卖股票看上去是很简单的事情，不就是低买高卖嘛！证券公司营业部的大爷、阿姨们对政治经济新闻、时下流行的热点、技术分析指标、主力动向等，知道的一点不比专业研究者少！

但我想说的是——投资很严肃，研究很辛苦！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单说一个理念变化吧。1996～1997年牛市，在香港回归祖国、银行持续降息的影响下，绩优股得到狂热追捧。1998年开始重组股流行，到1999年网络股风潮，2001年概念题材登峰造极；2003年以后，绩优股重新得到市场重视，但2005年中股改开始后，寻宝游戏再次展开，绩优股也出现大面积分化。如果1997年中投资绩优股，2000年8月后投资概念题材股，2004～2005年在高点买入周期性行业的股票，其亏损都是惊人的！怎样把握投资流行色背后的东西，深刻认识到投资的本质是什么，这些东西说是大道至简，其实并不容易。在每个敏感点位期间内心的挣扎，以及面对企业发布的各种公告，能够客观冷静分析，保持从容和平静的心态，谈何容易？

再说研究的辛苦。作为证券从业人员，每天必看的是三大报（即《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》的俗称——编者注）以及香港的财经报刊，《财经》、《新财富》、《证券市场周刊》《证券市场红周刊》等都是必须时常关注的。目前全国有综合性研究所的券商至少有二三十家，前十大券商的研究报告是一定要拜读的。年报季报期间，上市公司的重要信息披露是一定要仔细研究的。仅就这些阅读量已经可以把人忙死，还不算同业交流、公司调研呢。

而在千万字的阅读、无数次讨论、经常的不眠之夜中思考得出的结论，例如对市场性质的判断、行业公司的选择、投资买卖的决策等，其实背后蕴涵的辛苦往往不足与外人道！我们都知道运动员在场上的那几秒钟，其实是他十年功夫的积累。证券研究和决策的过程往往鲜为人知！因为看上去很简单，听上去也不深奥。

大道至简，说来容易，做起来难啊！成功不是偶然，不是运气，是研究能力决定了投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越……越……

2006－05－23

"马太效应"存在于自然界和人类社会的各个层面。那些不贪求快速致富的人，能让自己的资产不断保值增值，让自己的人生更加富足和美好

这是我们很熟悉的句型，越……越……

《新约·马太福音》中有这样一个故事，说的就是"越……越……"的故事：

一个国王远行前，交给三个仆人每人一锭银子，吩咐他们："你们去做生意，等我回来时，再来见我。"国王回来时，第一个仆人说："主人，你交给我们的一锭银子，我已赚了十锭。"于是国王奖励他十座城邑。第二个仆人报告说："主人，你给我的一锭银子，我已赚了五锭。"于是国王奖励他五座城邑。第三个仆人报告说："主人，你给我的一锭银子，我一直包在手巾里存着，我怕丢失，一直没有拿出来。"于是，国王命令将第三个仆人的一锭银子也赏给第一个仆人，并且说："凡是少的，就连他所有的也要夺过来；凡是多的，还要给他，叫他多多益善。"

这就是"马太效应"（英文为 Matthew Effect，是指好的越好、坏的越坏，多的越多、少的越少的一种现象——编者注）。让我们说说投资的例子。

例子一：越有钱就越有钱，越穷就更穷。

比如，为了生计，为了将来的子女教育、医疗等而不敢做任何投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百姓，唯一的办法是把省下的钱存银行。我们知道，定期一年的利息是2.25%，扣利息税才1.8%。而衣食无忧的人们可以去投资，可以发现大量租金回报在5%以上的住宅、写字楼或商铺，仅就利息回报上就比存款高了一倍多，还不算将来可能的价格上涨。

当然，你可能会说，住宅、写字楼或商铺的价格是波动的，如果哪天跌了，租金是远远弥补不回来这个下跌损失的。对，你说的对。可是，只要这个地区的经济在发展，在城市规划中，这个区域的前景是好的，住宅、写字楼或商铺的价格为何要跌呢？股票也是一样的。如果说股息回报比房租回报波动更大的话，我们不妨看看一些稳定的公路、港口类公司的股息回报，目前的情况也是远远大于银行存款的。

中央电视台第10频道"探索·发现"栏目最近在播放"二战"系列的纪录片，其中说到希特勒命令德国军队争夺波兰但译（今格但斯克）港。可见优良深水港口之类的资源，无论在哪个国家和地区都是战略资源。我不认为它们的价格会贬值，尤其是在股息回报还相当不错的情况下。

可是那些无奈存银行的储户，只能眼睁睁看着通货膨胀侵蚀自己的购买力，却没有足够多的资金和抗风险的能力，去让自己的资产保值和增值（2007年以来，在长期负利率状态下，普通民众的理财意识才得到较大觉醒，"你可以跑不过刘翔，但一定要跑过CPI"的理念逐渐深入人心——编者注）。

例子二：越保守求稳妥，越可能获得高额回报。

这个说法比较复杂，要稍微解释一下。这里指的保守稳妥，是说在有一定风险的投资领域里采取防守的态度，而不是指完全不承担风险、只存银行的那种保守做法。

最近一段时间，确切地说是"五一"节以后，上证综合指数一口气从1400点涨到接近1700点，大量股票，尤其是低价股短期内翻番，甚至收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复熊市 5 年的下跌，涨得真是畅快淋漓。但是我们注意到，很多公司的盈利能力、财务指标、管理能力、过往诚信记录等都是有问题的，一旦市场真的步入调整，跌幅恐怕是小不了。要知道，1 万元翻番就是 2 万元，但如果从 2 万元水平跌 50% 的幅度，利润就全部没有了，"一朝回到解放前"。

相反，我们注意到一些保守的投资者，他们在过去几年的熊市里秉承价值投资、股息回报等基本的信念，获得了很好的收益。他们在熊去牛来的阶段，并没有得意忘形、盲目参与投机的盛宴，而是默默坚守那些物有所值、长期增长的品种。虽然在市场火爆的时候是寂寞的，甚至是跑输大盘的，但在调整下跌中，却能较好地抵抗下跌，保住胜利果实。而每一个完整的上涨和下跌之后，我们发现，这些保守的、木讷的、看上去农民兮兮的人，最终获得了很高的投资收益率。

"马太效应"存在于自然界和人类社会的各个层面。动物界中，那个成为领袖的雄性动物能占有整个群体中的雌性，最大可能地将自己的基因遗传下去；那些在行业中成为龙头的企业，能吞并其他小企业，分享整个行业的超额成长；那些不贪求快速致富的人，能让自己的资产不断保值增值，让自己的人生更加富足和美好。

上帝公平吗？好像不太公平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马太效应 vs 地心吸引力

2006-10-18

我们愿意伴随中国经济增长，愿意分享那些优秀企业带来的利润。其结果，可能是马太效应

最近，我们一直在思考一些稍微远离市场的问题。比方超额收益、马太效应之类的。

首先，地球是有地心吸引力的。正态分布的原理长期适用于证券市场，只要时间拉长，只要统计的样本足够多，无论是金融投资的收益率，还是实体企业、行业的利润率，都会向经济增长的那个速率回归。没有人可以长期暴利——股神巴菲特的长期年收益率不过23%；也没有任何行业可以长期暴利——烟草、军工的暴利是建立在不道德或危险中的。剔除这些因素，估计其利润率也大幅回归。而我们有何德何能，可以持续暴利？

因此，我们同意广发基金管理公司朱平的观点，资产管理的重心就是寻找到一个平均收益率尽可能高的市场，而不是在一个平均收益率低的市场里寻找超额收益（参见“基金经理投资笔记丛书”朱平所著《投资是一种生活方式》中《资产管理的重心》一文——编者注）。这样，我们就可以理解，为何外资如此看好中国经济、中国市场、中国的币值、中国的资产——因为在未来的10年内，确定的增长在中国。而横向比较房地产投资、证券投资、艺术品投资等领域，感觉证券投资在目前阶段是比较有优势的。

但是，我们也时常困扰于短期超额收益，俗称黑马、牛股的问题。近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的军工股就是很好的案例。从大的行业和国家背景上看，国家强盛了，加大对军工的投入是肯定的，而军工行业由于各种因素，盛产垄断、暴利也是可以理解的。所以，很多基金、券商看好军工板块是有道理的。它们没有周期性困扰（至少是近几年），也不存在宏观调控的问题；但另一方面的麻烦是，军工股的业绩普遍都很差，未来主要靠大股东资产注入。而资产注入的事情涉及国家安全、军事机密、大股东意愿、注入价格和时机等等很多方面，比方说洪都航空就是一出好戏，但能否皆大欢喜还真是天知道！

我的一个同事 MSN 的名字常年是“投资要耐心，投机要技巧”。的确，我们可以做军工股、重组股，也有人在上面赚了很多钱。但是，这里面由于有很大的不确定性，其实不敢多买，也不敢保证每次都做对。如果把军工股、重组股的里里外外、方方面面都搞清楚了，风险点在哪里，不确定性是多少，空间有多大，等等，都弄明白了，按说就不应该叫投机，而是叫投资了。换言之，如果我们追求暴利的机会，如军工股、重组股之类，必须具备足够的资源去把那些品种的内部信息搞清楚，也需要在具体操作上有很高的技巧。这显然不是一件容易的事情。所以我的搭档认为，花那么多时间、精力去搞清楚一个投机品种，最终还不敢押重仓上去，算账下来不合算。所以我们很感慨朱平所说的“资产管理的首要任务不是发现牛股，而是管理风险”。

既然投机需要高超的技巧和广大的资源，而且地心引力是长存的，那么，时机抉择和预测市场呢？其实，那些都是次要的、枝节性因素。事实证明，我们坚守的品种仍然表现不错。

我们总结超额利润有几个来源：选时正确，总能买到最低点，卖到最高点；选股厉害，总能找到黑马，暴涨。而这两方面都是极其难的，前者是神仙才能做到的，后者需要太多的资源和技巧，也不是一般人可以搞定的。那么，我们只有一条出路——就是回归到企业的价值本身，追求经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长带给我们的那一点收益吧。如果我们还想长期在市场上混的话。在可见的未来，中国仍能保持7%～10%的经济增长，企业能有15%～30%的增长，如果能保持这样的收益率，已经非常好了。

也就是说，我们需要好的战略、好的理念来获得持续的成功。策略胜过预测，好的策略十倍于战术。什么是好的策略？就是专注一种适合自己的、行之有效的策略。如果一会儿选时一会儿又选股，一会儿价值投资一会儿又跟随热点做投机，左右摇摆的最终结果很可能是一无所有。假如刘翔一会儿短跑，一会儿马拉松，最终的结果是什么？

事情的最终结果可能恰恰是，由于不追求暴利，控制好风险，除了企业本身的合理利润外，市场情绪波动反而带给那些不贪心的投资者超额利润。

所以说，从一开始，我们并不追求马太效应，我们承认自己和普通人一样，有贪婪和恐惧，并不比多数投资者聪明和更有资源。因此，我们愿意伴随中国经济增长，愿意分享那些优秀企业带来的利润。其结果，可能正是“马太效应“。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3000 点位置上的思考：资金 vs 估值

2007－01－23

我们这一干人等从血流成河、尸骨成山的浩劫中好好地存活下来，甚至在几年后干上了眼下最时髦、最红火的“私募”行当，靠的不是资金推动，而是价值内核

转眼间，轻舟欲过3000点呐！用通俗的技术分析语言，可以这样描述当前市场：1月4日～1月19日用了12个交易日在2700～2800点整理换手后，1月22日向上跳空突破盘整。如果3日内不回补跳空缺口，市场有望进入新一轮加速上涨阶段。

显然，这与我们的谨慎观点完全相反。看来，市场换了一批新的投资人、新的资金，我们这批老人已经越来越过时，越来越赶不上趟啦！

有媒体数据说，新基金发行放缓，老基金持续申购火爆。自己每每去银行办业务，总能碰到有储户询问基金的事宜。看来，源源不断的资金流入是铁的事实，指数涨个两三倍还真是不奇怪呢。

升值也好，资金流动性泛滥也罢，在指数一年翻番的赚钱效应“忽悠”下，银行存款大搬家来到股市。营业部的柜台小姐忙得连喝水的时间都没有，跟流感爆发阶段的门诊医生一般。而且这次银行资金搬家和以往不同，2000年前，都是银行资金违规流入股市，多半以企业运营需要、固定资产投资的目的贷出来，流向股市，一旦政策有变，钱会乖乖回到银行；这回是百姓用自己的房产抵押，取得信贷额度；或者干脆是把以往的活期定期存款取出来，存入保证金。基金的火爆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行，既是结果，也是这一现象的注脚，政策行政干预很可能不起作用。所以，这轮牛市的爆炸性、疯狂性，恐怕要大大超过我们所有人最大胆的预测。

这让我想起2000年大鹏证券公司的司庆。2000年12月，深圳五洲宾馆。总部全体员工和营业部中层以上的干部齐齐聚集深圳（大约有千人以上吧），吃了一顿豪华的晚宴。其他菜记不得了，只记得有菜胆鱼翅，以五洲宾馆的五星级收费标准，人均500~1000元是不离谱的。这个价钱恐怕还不包括酒水。

那真是似火牛年呐！（2001年的司庆更是牛，请了影视名人来主持，搞了一台规模宏大的晚会）

在司庆那天，领导们在台上讲话，大家三五成群溜出来开小会。资产管理部的一个同事神色凝重地问我，市场怎么看。我那时可是牛市旗手嘛，当然说好啊。他问我理由是什么，我说钱多啊。股票的筹码总是有限的，而钱是无限的。那么大的成交量，筹码都被谁接走了？我说得真是振振有词，可同事一脸狐疑，似乎我的答案完全不是他想要的。

此后几年的行情，我就不用多说了。资产管理部持仓高达90%的那个股票终于把公司拖垮了。那时一脸狐疑的同事心中一定暗想，恨不能把他们所有的股票都卖给我这个大傻瓜！熊市就这样来了，在“资金无限，筹码有限”的铿锵话音刚落下后。

感谢神啊！在我犯了那么大、那么幼稚的错误后，依然赐给我一帮天才般的朋友和同事。在他们的帮助下，我们共同发掘了烟台万华、长安汽车、赤湾、中集、张裕、万科等熊市中的大牛股。

反思这一切，结果昭然若揭：救俺一条小命，让我们这一干人等从血流成河、尸骨成山的浩劫中好好地存活下来，甚至在几年后干上了眼下最时髦、最红火的“私募”行当，靠的不是资金推动，而是价值内核！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的价值评估是相对稳定的，有一个相对清晰的区域。而资金流动是动态的，来无影，去无踪。我们缺乏足够的资源去把握资金的流动，也没有好的方法和标准去衡量资金在市场上的行为。巴菲特说，每个人都想在午夜12点前离开舞厅，可惜的是，人们在一个没有钟表的舞厅里跳舞！

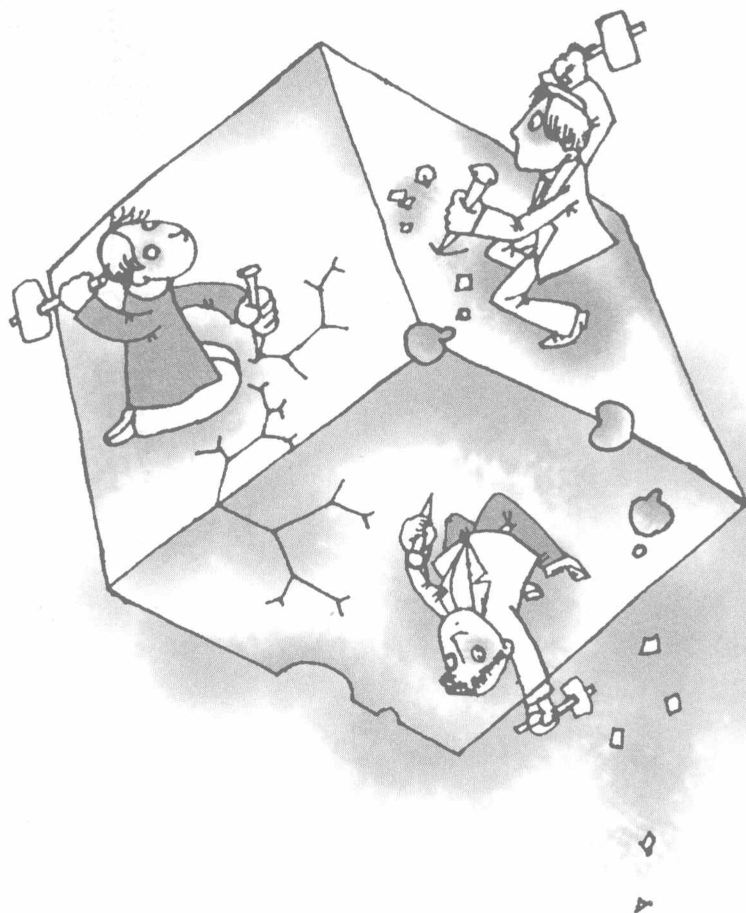
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

怎样才能不裸泳

（投资方法篇）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市是怎样被蹉跎过去的?

2006－05－12

市场在初期的时候是很犹豫的，只有优质股票悄悄被人吸纳，等市场趋势明朗的时候，人们开始等待回调的介入时机，很多人开始买入涨幅小、但质地次之的股票。在顶部的时候，很多人手里是一把烂股票。当行情真的调整下来时，有限的利润已经不见了很多

五一期间，随意翻看了一本杂志，有一篇文章叫《太平盛世的蹉跎岁月》（大概是这个题目），说的是高中两个少年之间朦胧的感情。他们在迷惑、犹豫中错过了人生最纯洁、最美好的感情，也留下最悠久的回忆。

对于股票市场来说，恐怕就没有那么浪漫了。大好牛市，指数涨幅达50%以上，股票型基金的收益也就是与指数持平。如果1600点附近出现调整，等到调整快结束的时候，恐怕就有人发现自己没有多少利润剩下了。

这是怎么发生的？市场在初期的时候是很犹豫的，只有优质股票悄悄被人吸纳，慢慢地不起眼上涨，而我们每每宣扬赚钱机会到来的时候，就有人叱责中国企业的造假、市场环境的不公等等。待市场趋势明朗的时候，优质股票已经价格不菲，于是人们开始等待回调的介入时机，但遗憾的是，1300点的时候回调是相当有限的。这样，很多人开始买入涨幅小、但质地次之的股票。更多的人在1400点才感觉到市场的热度，那时，已经是优质股滞涨而题材股风光的时候了。于是，在顶部的时候，很多人手里是一把烂股票。这个时候人们不是恐惧，而是贪婪了：刚赚点钱，怎么能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖呢？于是，当行情真的调整下来的时候，有限的利润已经不见了很多。

牛市就这样被蹉跎过去了。

黄金般上涨的日子不是天天都有的，对股市的晴朗日子必须珍惜！

每一次的轮回都告诉我们，从实业的角度去看企业，而非从炒作、筹码的角度去投机，总地来说能把握一些大的机会；有些钱看上去是很容易赚的，但其实未必，因为最终不能落袋为安；当人人都很容易赚钱的时候，风险已经悄然到来。

我们从年初到现在有六七成左右的利润，相信在未来的回调阶段中利润会抹掉一些。但由于对持有的公司有足够的信心，我们愿意等待，愿意忍受那些寂寞的日子，如同我们很平和地看待这些天其他股票连续涨停，而我们的股票温吞甚至下跌的现象。但我们绝对不会错过它们再一次辉煌的日子、再一次得到追捧的时候！

赚钱，说辛苦也辛苦，毕竟是进二退一的过程。但要说容易，也很容易，因为我们已经把很多问题想得很清楚了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裸泳？纸上富贵
——怎样才能不裸泳（一）

2006－05－18

在走完一个完整的上涨和下跌之后，剩余的资产才是真正留下来的资金和利润，否则都是纸上富贵

“只有退潮的时候，才能看见谁在裸泳！”这是巴菲特的一句话。他的经典语录还有，“风险？风险就是你不知道自己在干啥！”

这两句话用来形容2006年春夏之交的中国股市，怕是再贴切不过了。全球有色金属、商品价格大幅上涨，人民币升值，部分上市公司通过股改往公司注入资产，提高公司业绩，这些因素导致4月中旬之后股票市场热度连连上升。热度之高连新华社都要发社论警告了。

但是全球资本市场在美联储加息、美元持续疲弱以及担忧商品价格高企对生产环节的压力等因素影响下，外围出现大幅振荡。我们感觉市场的压力在一天天增大。可是这个时候，各种消息越发地多，某股票要重组了，某股票要股改加注资了，某股票有基金介入了……消息满天飞。很多股票连续涨停，几天就收复了熊市5年的下跌。从这个角度说，股市真的是赚钱太容易了，太快了。

到今天为止，指数不过下去了50点左右，很多股票已经从高位下来两到三成了，其中跌幅最大的是有色板块以及各色题材股。要知道这个两到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三成，可是高位下来的，举例说，某人 10 万，赚了 30%，变成 13 万，高位跌 10%，就是 1.3 万，其实利润就只有 1.7 万，实际的收益率只有 17%。因此，高位跌下来 30% 对很多人的杀伤力是很大的。除非是从去年底就坚决看好，有低位筹码的，现在还有比较丰厚利润，后来高位进来的资金，如果选股不当，在 50～100 点的振荡中，有可能把利润全部吐回去。

所以，在走完一个完整的上涨和下跌之后，剩余的资产才是真正留下来的资金和利润，否则都是纸上富贵。对我们来说，要赢得胜利，必须先跑完全程。每一个进程中的仔细评估、风险测算、深入研究，都是为了保障我们在股市的波涛中能够进二退一地前进。

还是那句话，我们追求稳定、持续、低风险的增长，只有长期增长，才能抵御通货膨胀，才能使人生富足和美好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品种选择（上）：行业与财务指标

——怎样才能不裸泳（二）

2006－06－18

设制了很多的条框、指标后，真正能通过各项指标考验的行业和公司就很少了。但这是投资化繁为简的必由之路

“裸泳”是目前的时尚用语，据说最早出自巴菲特，大意是退潮的时候才会看见有谁没穿裤子。

啥叫裸泳，没人给下定义，巴菲特也只是形象的比喻而已。在我看来，就是不发生重大、灭顶之灾的错误。至于短期市场的波动，不能算在这里。巴菲特也有买了股票，然后股价跌去很大幅度的事情。

怎样才能不发生灭顶之灾的错误，在我看来，第一条就是品种选择，在这个问题上不能犯战略性错误。中国证券市场虽然年轻，才十多年历史，但已经有企业破产、有股票退市，也有股票涨了上百倍。长期看下来，品种选择是战略性的。

品种选择，话说起来很长很长，简单举例可以看看《外资并购——两类外资的偏好和并购布局》这篇文章（参见2006年第6期《证券市场周刊》——编者注）。这两类外资一类是产业类的，如卡特比勒（世界著名机械装备制造企业，在工程机械和内燃机制造方面闻名世界，世界500强企业之一——编者注）、米塔尔（目前世界上最大的钢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铁集团——编著注）。它们关注与其产业链高度相关的资产低估的品种，战略目的无非是充实和完整它的产业链，或者通过收购，把品牌、产能布置到中国这个最大的市场上来。它们基本上不看二级市场波动的价格，也不看财务投资者的脸色。它们做的是实业生意，如果新建一个千万吨钢厂的成本是500亿元，而从证券市场上收购才300亿元，外资当然是乐意收购的。目前看，这类收购在行业上集中于重化工业。

第二类是金融资本，它们偏爱消费领域，尤其是品牌强势者。因为中国的人口、消费对他们来说太有吸引力了，市场太大了。

如果说它们喜爱什么还不够明白、清晰地表达品种选择的重要性，那么看看它们不爱什么吧：不选择在中国已经有绝对优势的行业，如家电、纺织，因为它们认为行业空间已经很有限了；不选择未来中国不具有竞争优势的行业，如通信设备、计算机软硬件等（这点和目前投资者热捧的自主知识创新、高科技行业有很大的反差）。

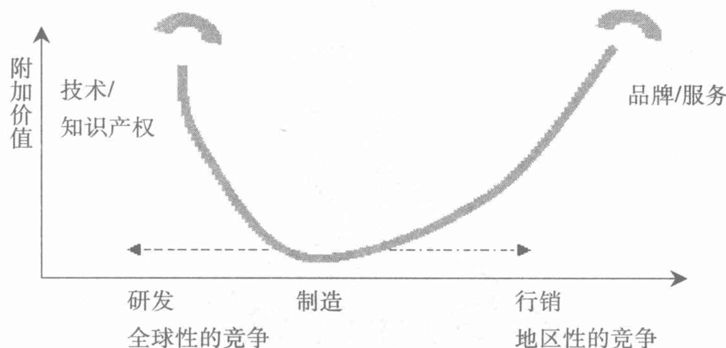
总地说来，它们不碰不能发挥资本优势的行业。

不同的人对品种的选择有不同的理解，例如风险投资大师约翰·杜尔就要求三个要素：行业发展空间足够大，管理团队优秀，拥有领先的技术。我也曾听过国内一著名首富讲他对投资的理解：产业是第一位的，这是决定成败的关键；人才、管理是第二位的，是通过努力可以做到的；产品是第三位的。这又和近期盛行的炒作风相悖……最近，只要上市公司有什么新项目、新产品，股价都会给予正面的表现。

对我们来说，首先是行业的选择。在这一点上，我们基本会放弃制造业（广义的工业股），因为制造业受制于上游的成本上涨，又由于多数中国企业未能在全行业实行有效的产能控制，所以在客户层面不能有效转嫁成本压力。最近空调行业被铜价上涨压得喘不过气来要求涨价，但国美、苏宁等商家还要求厂家降价，就是典型案例。少数可以纳入选择范围的，则是在全球范围内有竞争力的企业，如中集集团、烟台万华、振华港机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等。应该说，处于微笑曲线（1992 年由宏碁电脑创办人施振荣首先提出来，就是“附加价值曲线”：即通过品牌、行销渠道、运筹能力等，提升工艺、制造、规模的附加价值，也就是要通过向“微笑曲线”的两端渗透，来创造更多的价值。见附图——编者注）两端的行业和公司是我们最喜爱的。



其次，我们选择财务指标。例如负债不太高、稳定并有较高的净资产收益率（ROE），至少是 10% 以上吧，而且不止一年；尤其是分红指标过硬的企业。假如企业长期处于六七成以上的负债率，意味着股东承担了巨大风险，并且财务成本过高；而良好的现金分红历史，表明公司的业绩不会是造假。在过往的造假公司中，其中一个硬指标就是几乎没有现金分红——因为公司根本没有赚钱。而那些老老实实给股东现金分红的，或许是保守了一点，但多少让人放心。

设制了很多的条框、指标后，真正能通过各项指标考验的行业和公司就很少了。但这是投资化繁为简的必由之路。或许这些条框限制了我们的眼界，导致我们错过很多机会，放弃了很多牛股。

但可以肯定的是，这些预先的设定让我们始终行走在一个安全的区域里。有朋友抱怨，为什么他总踩到地雷，而我们却很好运，从来没有中埋伏？我们回答他：这是因为我们从来不去雷区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品种选择（下）：价值和成长

——怎样才能不裸泳（三）

2006－06－20

> 对于小投资者、财务投资者来说，成长股是最好的选择

说起品种选择，可探讨的内容实在太多。在朱平的《专业的方法更重要》（参见“基金经理投资笔记丛书”朱平《投资是一种生活方式》一书中《历史学者与历史爱好者》——编者注）一文中指出，投资方法的重点表现在两个方面：一是推断什么样的股票可能会有更高的收益；第二是小心求证这个推断。文中提到，巴菲特曾说他的偶像是一个叫 Eddie 的球童，这位球童先后加入过白袜队、布鲁克林道奇队、纽约扬基队，这些队要么首次打入世界大赛，要么蝉联冠军，所以他的收入也非常可观。Eddie 说他如何拎球棒其实并不重要，重要的是他能为最当红的明星拎球棒。这意味着投资者的投资技巧或在信息上的优势并不重要，重要的是所投资的企业是一个明星企业。

也就是说，无论我们用什么方法，采取什么策略，投资的对象必须是不断成长的企业，而非静态的、所谓的价值型企业。

巴菲特的思想源于两个人——格雷厄姆和费希尔。前者是价值论的创立者，后者是成长股的倡导者。价值论的核心是，如果核算下来，企业价值是 10 元，而市场交易价格是 8 元以下，就有 20% 以上的折价空间，投资者可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得至少20%的套利空间。巴菲特当年买入伯克夏·哈撒维公司——一家纺织企业就是源于这个理论。但遗憾的是，纺织业在美国已经是夕阳产业，任管理层如何努力，如何诚实，都不能逆转行业江河日下的结局。

好在巴菲特用伯克夏·哈撒维公司产生的现金流，买入了报纸、保险等高速成长的企业，因为后来他卖掉伯克夏·哈撒维公司剩余的生产设备，价格几乎等于白送，还要搭上运费。后人评价价值论类似“雪茄烟屁股”——被人抽剩扔掉的香烟即使还能抽上两口，意思也不大。并有评论说，巴菲特这个纺织企业的雪茄烟屁股还差点让他中毒。

但大师毕竟是大师，并且大师有极好的合作伙伴——查理·芒格。芒格对成长股理论有深刻的认识，认为资金会朝利润最大的方向流动。因此，在此后几十年的投资中，巴菲特和芒格不断地拔掉野草，给玫瑰花施肥——即留下那些不断创造丰厚利润的公司，卖掉不赚钱的项目。而不是像很多投资者通常所做的——卖掉涨势好的股票，留下亏损的股票。那些涨得好的股票因为企业好，是摇钱树，但可惜多数投资者守不住。

从产业角度看，价值投资是很可取的，因为如果新建一个千万吨级的钢铁厂要500亿元资金，而收购一个同样产能的企业只需要花300亿元，显然是合算的。但要知道，这样的事情由产业资本来做是很合情合理的，但财务投资者（相对于战略投资者而言，财务投资者更注重短期的获利。而战略投资者在试图从企业的长远发展中获利，投资期限一般比较长，在投资的同时，会带来一些先进的管理经验——编者注）如果要这么做，就必须有足够的耐心去等待。因为理论上可行的事情，未必在实际上得到比较迅速的反映。

因此，对于小投资者、财务投资者来说，成长股是最好的选择。这个成长不一定非要每年50%～100%，因为这是不可持续的，每年全国经济总量的增长也不过8%～10%。因此，企业利润增长如若能有10%，又能持续多年，就相当不错了。“复利是世界第八大奇迹”，假以时日，企业持续的增长能给投资人带来丰厚的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格和时机

——怎样才能不裸泳（四）

2006－06－21

很多因素综合分析下来，才能得出是否是好的价格、好的买入时机（卖出时机）

猜对结果，还需要猜对过程。这是实践与理论的最大不同。

并不是我们选对了好公司，持续的成长股就可以随便以什么价格买入，高枕无忧了。君不见2000年80元高点买入的中移动（941.hk），现在还套牢一半，2003年4月最低的时候只有15元。这可是顶级一流的蓝筹、垄断、成长股了。

国内证券市场上，最典型的例子是2003～2006年中集集团的市场表现。我们前面说过，如果选择制造业的公司，中集集团是极少数能纳入我们股票池的品种。一个企业能做到全球第一，不但整合了整个行业，还把第二名远远抛在后面，对这样的公司我们应给予足够的尊重。

2003年以后，随着价值投资理念的深入和中集行业高潮的到来，中集的股价也开始上涨。由于公司准确地判断行业高潮的到来，一方面加紧囤积低价钢材，一方面压缩产能，推迟接订单，以便等箱价高涨之后的订单价格更有利于公司。这两方面的举措加上行业的高潮，令公司2004年的业绩惊人地优异——比2003年增长3倍，净利润从6.8亿元增加到28亿元，真是长了中国人的志气，树立了中国制造业企业的标杆和典范！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，该企业从1994年上市以来一直是优质公司。就是这样一个公司，当其2004年业绩创记录优异时，股价也到达其上市以来的最高价！

事实上，公司还是这样的公司，管理层也依然优秀，但行业波动和其他原因却令公司2005年四季度的净利润只有区区2000万，股价也比2005年高点（它的历史高位）跌去了一半多！

一个在2005年初高点买入中集，看好它是中国制造业代表、是中国世界工厂典范的投资人，半年以后，市值大幅缩水，这算不算裸泳？

从这个发生在我们很了解、也曾获利丰厚的股票上的案例，再次说明，价格和时机对于投资成功是多么重要！

如果说，通过常识和思考，多数人能避免显而易见的陷阱和雷区，但如何判断企业的内在价值并选择最好的时机，难度就很大了。这，连巴菲特老人家都三缄其口，认为是其核心机密、核心竞争力所在，这也是我们思考、追求的主要内容之一。

简单和直观地说，市盈率是价格指标中最清晰、明白、易懂的。市盈率的实际含义是：如果企业保持目前盈利状况，需要多少年收回投资成本。如果一个品种的市盈率高达50倍以上，意味着如果盈利能力不能快速提升，我们要三五十年才能收回投资成本。且不说我们能否等那么久，就算等到了，那个时候货币的购买力恐怕也只剩下1/3了。因此，永远警惕高市盈率的品种是我们的投资纪律之一。

也许你会说，这个企业会高速成长，类似Google、百度、腾迅。但我们需要注意的是，它们的高速成长是有条件、有前提的。一旦盈利模式被颠覆，一旦前提假设出了问题，过高的市盈率会带来灾难性的结果。

香港资深工业股分析员刘绍文建议投资者，用市盈率把工业股分级：第一级是市盈率15倍以上，第二级10～15倍，第三级是10倍以下。可见，香港市场上的投资者对于顶级工业股的市盈率也不过给到15倍。看看国内大量20～30倍以上市盈率的高度竞争性行业的股票，真不知说啥好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很显然，市盈率是一个简单但比较粗陋的指标。一个客观而精确的指标是现金流折现——即这个企业未来能获得的现金流，按照一定的贴现率折现回来的价值。这个公式涉及贴现率（无风险收益率 + 风险溢价）、显性期增长率、永续增长率等参数的确定，因此也带有很大的人为因素。不同的人对同一行业、公司会有完全不同的估值。这才是金融投资迷人的地方，也是专业投资者得以大展身手的地方。

另一个层面的研判来自技术分析。价格和时机，从某种意义上是差不多的含义，价格低的时候，往往风险比较小，而从时机上说，更接近买入的机会；价格高涨，低位买入的人获利丰厚，往往风险比较大，更接近卖出的机会。当然，这只是一般情况。在很多情况下，一旦趋势形成了，企业的竞争优势、利润增长能很好地保持的话，则股价涨了还会再涨。反之，则是那些看似便宜了，但股价还会再跌的例子，如香港市场上数不胜数的仙股就是活生生的例子。

当然，这些话说了看似白说，但好公司需要一个好的价格去买，需要一个好的时机来参与，这是千真万确的！据说，巴菲特买可口可乐等了 20 年，等到它真正启动全球战略的时候，才大举买入的。另外一个说法是，巴菲特买入可口可乐的时候，股价已经涨了 500 倍了，但他还是坚决买入，并赚了大钱。

不管这些说法在细节上是否真实，但总地说来，我们需要准确判断一个企业的行业定位、战略部署、阶段性的盈利前景，以及证券市场给予的价格是否公允、投资者对它所有的利好、利淡因素是否都给予清晰、足够的认识等等很多因素综合分析下来，才能得出是否是好的价格、好的买入时机（卖出时机）。

否则，很可能发生选择了好企业，但却要忍受市值损失一半、套牢时间长达一年甚至更长时间的痛苦。而在这个煎熬的过程中，一定有无数的负面消息。这些情况的发生很可能会完全摧毁我们的信心，完全推翻之前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的判断和选择。其结果是，我们与最好、最优秀的企业擦肩而过。

要做到这些实在不是一件易事。综合而完整的知识、健全的心智、系统的规则、良好的信息沟通渠道、互补的团队等，都是缺一不可的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心源于信心，信心源于信息和纪律

——怎样才能不裸泳（五）

2006－06－28

通过严格的纪律和均衡的配置，我们能在波涛起伏的市场上保持一个平衡的心态，一份比较超然的洒脱

上文说了，投资成功需要几个前提——选对品种、选对价格和时机。但事实上人算不如天算，再准确的分析也是预测，也和实际走势会有不同。基本上可以套用一句俗话：投资者一预测，上帝就发笑。对于明天、下个月、明年的走势，我们永远是无知的，永远要保持足够的谦卑和敬畏。因为投资是有风险的，不止是风险，甚至是凶险！

上文我们列举了中集集团的案例，说明如果在股价的阶段高点买入一家好公司，基本上类似于衣服被人抢去了，自己在裸泳。或许有的投资者会说，中集是周期性公司，而且周期特别短，以季度作为衡量单位。的确，中集的订单一半是2～3个月的，没有长期订单。这是它与振华港机的最大区别。

但是，如果我们选择了消费类、长期成长的公司就可以高枕无忧了吗？未必。家得宝（Home Dept）是美国仓储式的连锁零售商场，销售家居装修材料，以DIY方式销售中低档的品牌商品。该公司1978年创建，20世纪80年代以后快速成长，其独特的盈利模式很快使它成为家装材料销售和服务的龙头企业。其发展规划、财务安排和管理也被收入哈佛管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经典案例，股票自然是超级成长股。但是由于公司在80年代末扩张速度太快，成本上升超过盈利增长，财务方面也出现窘境，当年业绩出现倒退，股价一度下跌超过七成。这算不算裸泳？考验是否足够严峻？

所以，无论是价值股还是成长股，周期类股票还是消费类公司，都难以避免行业波动、经营管理失误和市场情绪的变幻。在选择品种和时机后，我们还需要持续跟踪，不断地反馈和修正。有没有持续的跟踪能力，往往决定了投资的成败。

我们常常感叹，好公司或许让你阶段性受伤，但只要它的本质没有变坏，只要有信心长期持有，只要你在价格有吸引力的时候敢于再次买入，好公司终究会给予好的回报。当然，这个过程是复杂的、艰辛的，也是充满风险和挑战的。

抛开剧烈波动的时间段，很多好公司，其实基本面一直是相当平稳的，而股价也是不温不火，长期上涨。在这种状态下，耐心持有，拥有足够的平常心则更为重要。

每次路过证券公司，看到那么多人紧张地在屏幕面前翻看图形，总觉得这似乎离投资的本质、企业的经营太远、太远了。越是离市场近的人，越容易受到短期波动的影响，很容易失去好公司的廉价筹码。太多人犯的错误就是拔掉玫瑰，去给野草施肥。因为好股票涨了，人们就容易卖掉，岂不知卖掉的是摇钱树。烂股票不涨，套住，人们往往就留着，甚至去再次低位补仓，以至于在泥潭中越陷越深。

林园曾经表示，他对自己重仓持有的品种一般会每个月去公司看一次。我们对于重点品种也是时时关注其经营的进展——销售情况、新项目开展、财务状况、人员情况、上游原料价格及供应等各个方面。越是跟踪得久的公司，其行业变化、波动就越容易了然于心，越不容易被短期波动所影响，也就能成功地长期持有，获得丰厚利润。从2003年以来，我们很多品种都是一路持有过来，这段历程对我们的影响是无价的，而心智的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟带给我们的成功和喜悦，远远超出了丰厚的物质利润。

严格的纪律和均衡的配置也是相当重要的。再好的公司我们都不会满仓配置。因为我们深知，我们从事的是风险职业，投资的本质是如何管理好风险。我们一再对自己说，证券市场不仅是风险，而且是凶险。我们不断和上市公司博弈，和市场其他投资者博弈。作为普通投资者，我们一定有自己的盲点和误区，对市场始终保持谦卑和敬畏是我们的宗旨之一。

因此，通过严格的纪律和均衡的配置，我们能在波涛起伏的市场上保持一个平衡的心态，一份比较超然的洒脱。这种状态不会让我们短期暴利，却有可能让我们持续地在市场上生存，从而获得丰厚利润！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不求最好　但求次好

2006 - 08 - 08

不要承担太多风险的最好，而把很多个次好累积起来，就是很伟大的成绩

冯小刚的确是个人物，每部片子都能留下几句流传甚广的经典语录。例如，“做人要厚道”、“某某很生气，后果很严重”、“不求最好，但求最贵”，等等。

在这里想借用他的语法，说一个“不求最好，但求次好”！就是说，投资未必要追求最大收益，因为在追求最大收益的时候，往往承担了太多的风险，而且主观的计算太精确。客观而言，市场参与的人太多，未必个个都是数学家，都是精通投资理论的，万一哪个环节没衔接上，则有可能功亏一篑，甚至满盘皆输！美国长期资本管理公司那帮人够厉害吧？几个诺贝尔奖得主操刀的对冲基金，论算计，全世界没有几个人能算过他们。但他们忘记了，不是所有人都那么懂数学，懂资本市场每万分之一点的收益率的波动意味着什么，而是认为大家都会按照他们的数学模型来操作，于是，一场不大不小的金融灾难发生了！

从德隆的唐氏兄弟，到格林科尔的顾雏军，其本意未必是要借钱不还，或者是存心诈骗，但不过客观上是机关算尽，把每一个可能的机会、每一个可以放大收益的手段都用上了。结果证券市场未必永远走牛，地方政府官员未必个个都是傻瓜或者见钱眼开，或者其他哪个环节没有跟上，则资金链一断，全局完蛋！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从市场来看，2005 年年底至 2006 年年初，毫无疑问是优质股的机会多，如果它们的股改方案和时机也不错的话，涨幅就很可观。2006 年 5 月以后的行情有点乱来了，概念群起，股改加速，而后期的股改方案更是五花八门，眼花缭乱的注资好像很热闹。市场终于迎来了久违的火爆！

这个火爆表现在水平很一般的人，每天都能逮住涨停的股票，持仓市值上升速度很快，小道消息满天飞，唯一感觉是只恨钱少。这样的情况，我们之前曾多次遇见过：1999 年、2000 年、2001 年，包括 2004 年中，都有过这种情况。而我们也尝试过卖掉少许长线品种（因为它们很明显已经进入休整状态），拿出部分仓位参与势头投资（一种比较激进的投资风格，就是识别和购买具有很强价格上涨趋势的股票，并且只要上升趋势继续，就一直持有股票——编者注）。阶段性结果还是可以的，但问题的关键是啥时候说停，然后卖掉短线仓位，回归理性的长线仓位？巴菲特说，人们都如同参加灰姑娘的舞会，人人都说再跳一支曲子吧，都想在最后一分钟离开，但遗憾的是，人们是在一个没有钟表的屋子里跳舞！

就是说，我们由于自身的贪婪和恐惧，没有办法真正客观地看待市场、把握短线的机会。时机抉择（timing）的技巧，的确比慢悠悠地计算企业内在价值、竞争优劣势、增长速度等能力更难学到，更难掌握！

假如把技术分析和基本分析比喻成两门武功的话，应该是各有千秋。但事实上，初期容易学到的是技术分析。几条线、几个几何图形、几个技术指标就大体上可以囊括了；基本分析需要的是大量的信息和冷静的思考以及客观的计算。现在看来，这样的人顶多只能算中等专业水平，学懂它们能得个中级职称；至于把技术分析学到能洞察人性，于分秒之间判断千万人博弈之倾向，达到这等境界好像还没有人能做到。至少是在我的所知所见里，没有人能持续做到这点。

所以，我们自认不够聪明，不能把握市场上所有的机会，甚至连一半的机会都无法把握到，只能把握少数几个属于自己的、能把握住的机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所谓“弱水三千，只取一瓢饮”就是这个意思。明知道优质股进入休整，但因为无法判断它休整的时间和幅度，所以只能傻乎乎地持有、等待。这种等待最差的结果是耗费了时间，错过了其他个股的精彩机会，但好在下次这些优质股起来的时候，我们肯定在里面。

写到这里，想起前不久看过的何帆的一篇文章《上帝从不为难头脑简单的人》，他的意思是说，有的时候我们真的不需要太聪明，能遵循普遍适用的真理，往往就能取得中等以上的成果。

所以我们说，不求最好，但求次好。不要承担太多风险的最好，而把很多个次好累积起来，就是很伟大的成绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利模式与盈利

2006－09－08

只有总结归纳出行之有效的投资准则、风险控制机制、研究规范，才能够保障我们持续不断地盈利

日月如梭，转眼已经是秋天，2006年已经过去了大半。最近一段时间，同行们的交流中多了一项内容：2006年投资收益率的比较。从开放式基金的半年报看，偏股票类基金的平均收益率是五成，与指数上涨幅度持平。我们了解到一些机构或个人在2006年的投资中获得了极高的超额收益，200%～500%不等，甚至更高。这些超额收益主要来自年初的有色金属类和此后不久的权证，尤其以五粮液权证为甚。

我们进一步了解到，能够在有色金属行业上进行大仓位布局的投资者，除了行业研究员和对这个领域长期跟踪者，有的机构还有矿业方面的实业投资，因此，他们在基本面的研究上远比我们深入，这是他们胜算把握相当大的重要原因；其次，他们在看好的品种上部署了很大仓位，才能获取超额收益。这种行为意味着背离了均衡配置的原则，承担了较高的风险。

对比我们目前的八九成收益率，似乎比这些机构和个人大大逊色。回顾2006年，包括过去几年的研究和投资，我们的研究和投资团队虽然不是某个单独特定行业的研究员，但却有综合的素质，在市场总体趋势的把握、行业和公司的横向对比方面有相当丰富的经验，并且总结出一套非常综合有效的判断标准，当大的行情和机会来临的时候，一般不会错过。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年以来的汽车和钢铁、交通运输、消费类机会，以及地产和金融板块。同时，我们对市场风险、行业不确定性的排除方面偏保守，往往放弃了很多局部热点，如军工、滨海、太阳能概念等，当然，也包括有色金属和资源股的行情。这些能力决定了我们比单独特定行业的研究员有综合的优势。对于汽车行业研究员来说，抓住有色金属的机会属于偶然而非必然，如果他还能搞懂生物医药或原料药更属不务正业。

正如我们前期的总结——盈利模式是重中之重，高毛利率、高净利润率公司具有强大优势和持续竞争能力。这些公司的持续盈利概率是相当大的，这是我们在资本市场生存和发展之根本。

进一步看，在投资过程中，形成自己的盈利模式、方法和标准也是极为重要的。只有总结归纳出行之有效的投资准则、风险控制机制、研究规范，才能够保障我们持续不断地盈利：既能在热火朝天的牛市中盈利，也能在凄风苦雨的熊市中生存；既能够赚取到龙头股的利润，也能回避掉很多似是而非的投资陷阱。同时，我们也需要有铁的纪律，好好地执行均衡配置和风险控制原则。

还是那句话，我们不追求一次的暴利，而是需要持续稳定的盈利，我们正在复制“世界第八大奇迹”——复利，并且我们获得这些盈利的前提是承担尽可能小的风险。

就我们的经验和能力而言，总的来说笨办法有一定的成功概率；过于聪明、过于激进的思路，不见得能长期保持很高的成功概率。而投资看的是长期、持续的结果，并非一时一刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金优势 vs 估值优势

2006－09－17

长期而言，企业业绩增长所带来的市值增长才是唯一可信的依据

最近有两个事件引发了我的思考并坚定了我们的信念。

一个是听某基金人士谈到他们的资金优势。该人士认为，很多股票即使估值不是太有优势，但新发的基金还是会买他们以前持仓的老品种。所以，总有人围着基金重仓股打转，跟着基金的步伐走。

这个思路并不能说完全不对。当企业业绩仍然快速发展，股票估值合理的时候，新发基金当然要继续买入持仓老品种。但关键是现在有的品种已经出现了流动性问题，并且其业绩能否持续增长，怀疑的声音越来越大。

另一个事件是 AB 股合并。2006 年年初的时候，曾经炒过一段这个概念，B 股板块整体火爆了一阵。当时被问及这个问题的时候，我毫无疑问地说，张裕 B 好，不单业绩好，而且 AB 股差价也大。但没有人肯听我的意见，他们更愿意选择价格低、涨幅小的 B 股，如飞亚达 B、深纺织 B、深国商 B、深康佳 B 等。的确，这些 B 股和 A 股的差价足够大，如果 AB 股合并的话的确有优势。可是，看看这些公司的业绩，实在是不敢恭维！大半年时间过去了，这些股票的价格又回到了起点，或者更低。

这个时候我想起了另一个现象。万科 B 从 2005 年下半年以来就一直比万科 A 股贵，2005 年年底到 2006 年一季度行情中，AB 股联袂上涨，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下半年地产股反弹中，万科 B 由于跌幅大，从 6 月份就开始上涨，并没有因为 A 股股价大大低于 B 股而出现滞涨，至今仍比 A 股贵大约 20%。

可见，我们通常认为的差价、无风险套利、市场分割、资金优势、折价（或溢价）之类似是而非的理论是有问题的。这些因素的确会在短期对股价有影响，对人们的心理产生很大的误导。但长期而言，企业业绩增长所带来的市值增长才是唯一可信的依据！如果企业业绩好，A 股、B 股都会涨，而且涨幅有时还差不多，例如 2003 年长安汽车的 AB 股。当然了，便宜的东东优势会更明显一些，例如 2003 年时万科 B 比万科 A 便宜一半，如今是倒挂，当年长线投资万科 B 的人真是笑都要笑傻了！而抛开企业的业绩和增长，单看所谓的差价、便宜，只怕后果不堪设想呢。因为 AB 股即使合并，谁也没说 A 股不能跌啊。假设某股票现在 B 股股价 1 元，A 股 2 元，凭什么要 B 股也涨到 2 元呢？A 股为啥不可以跌到 1 元，或者两个一起跌成仙股呢？因为它们实在是太不值钱了嘛！至于万科 B 嘛，未必是被 A 股带下去，没准还是 A 股赶超上来，大家一起奔 10 元大关去呢！这个前提当然是万科的业绩持续超出预期，并且地产行业的整个趋势没有走坏。

而对于基金源源不断有资金进来，持续推高自己重仓股的行为，搞得不好不就是另一个版本的德隆吗？假以时日，如果企业业绩不能持续增长，再多的资金都是没用的。复利是世界第八大奇迹，也是违背客观规律的最大杀手！资金优势是一时的，地心引力是长存的。重申一次：能够摆脱地心引力的，只能靠不懈的努力、持续的业绩增长，其他都是过眼烟云！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学习万科好榜样：均好和 3 + X

2006 - 09 - 21

研究万科成长的经历、成功的密码，我们认为，在目前的投资中，至少有两样东西是可以向万科学习的：均好发展和 3 + X 布局

“学习万科好榜样”最早是房地产界的思想者、北京万通董事局主席冯仑在 2003 年的新年献辞中提出的。冯仑用他一贯犀利的思想，从企业文化、结构管理、发展模式、战略思维等方面，对王石领导下的万科进行了深刻的剖析。他指出，把万科作为明确的榜样提出来，解读它的成功密码，就是要在现在的关键时刻再加一把劲，把“学先进”变成具体的行动，使企业具有良好的反周期能力，稳步朝前，转危为安，乘虚轻取，蓄积优势，大步迈进。

几年过去了，作为被学习榜样的万科保持持续增长，继续成为大家的榜样。万科还提出了新的发展战略，例如成为企业公民、向新标杆帕尔迪（美国房地产领军者，排名第一的发展商。公司 1956 年成立，保持 50 余年持续盈利，可惜 2007 年上半年由于次贷危机造成的亏损终结了这一盈利记录。它的股票曾被连续 30 年评为超级股票——编者注）学习、均好发展等。

正如我们在之前的文章中提出的，其实证券投资和实业投资都是生意，在本质上是一样的。人世间一些大道理，基本上也普遍适用于各个行业、各个领域。

研究万科成长的经历、成功的密码，我们认为，在目前的投资中，至少有两样东西是可以向万科学习的：均好发展和 3 + X 布局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先是均好发展。之前的文章中，我们提到了华为和港湾的6年纷争。李一男的优秀曾创造了华为内部提拔的一个奇迹，但就是这样一个技术天才6年前带了一批业务骨干离开华为，开创港湾的事业。6年后的客观事实表明，一群技术骨干在商业上、管理上未必也是天才，成功的企业综合了战略、执行、人才、财务、营销、公共关系等各方面的因素，离开了华为的品牌和大平台的支持，小公司面临的挑战更多。兵书云："以奇胜，以正合。"创业初期或事业规模较小的时候，可以用一些以小博大甚至投机取巧的招数，但成为正规军以后，必然要靠战略、规则、制度、规模优势等，来获取长期稳定的胜利。这时候，小技巧已经不足以、也不可能构成大的、战略上的成功。因此，万科在2004～2005年一直提出要均好发展，不能有管理上的短板。在品牌建设、财务控制、区域均衡、人力资源管理、战略研究与发展等各方面齐头并进，在客户细分、产品设计、营销、售后服务等各方面，都继续保持优势和良好的口碑。这样才能在纷繁复杂、调控政策不断出台的情况下，不至于在总体规划和具体业务拓展上出现失控的局面。

均好发展在投资研究领域也有很多的例子。2003年，博时基金管理公司可谓异军突起，他们高举价值投资的旗帜，在汽车股上大举建仓，获得了极大的成功。但这个成功更多地是部分基金经理和高管对投资的理解，整个研究团队、投资决策委员会并没有形成整体力量，尤其是没有形成高效的研究流程、公认的投资哲学、有效的风险控制制度，这些制度性（而非个性化）的东西，才是保障一个机构长期、持续、稳定盈利的根本。相反，我们看到出身于广发证券投资、研究团队的两家基金公司——广发基金和易方达基金管理公司，在强化研究平台、强调团体作战，获取持续利润等方面，显然是目前基金公司中的第一梯队。

其次是3+X布局。均好发展不意味着乱撒胡椒面。无论是个人还是机构，资源总是有限的，再大的机构也受制于这一点。因此，万科提出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3＋X布局，把有限的资源布局在长三角、珠三角、环渤海，以及成都、武汉这样的省会城市和区域经济中心城市。这样，能在管理上相对集中，区域广告投放的有效性、覆盖面大大提高，将来工厂化战略后的物流配送也能在比较经济、有效的半径内实施。当然，最重要的一点还是，这些区域的人群是最有消费能力的。

对于我们来说，资金显然是相当有限的。这么少的钱，要想在安全的前提下获得最大的收益，必然要布局在最能分享经济增长、行业最健康发展、各方面资金（包括共同基金、保险资金等大资金）最看好的板块中。显然，地产、金融、消费三个板块是最能分享人民币升值的好处的，这几年是最具备快速发展潜力的。而且这些板块中，大公司多，大龙头多，也是指数的重要构成者。假设我们认为有大牛市，离开了这些大股票的上涨，哪里可能有大牛市呢？

快写完这篇文章的时候，看到《21世纪经济报道》的一篇文章——《结婚的独生子和退休的婴儿潮——中美两国资产需求形势的巨大差别》，也列举了一些数据说明我们看好消费、地产的理由：每年中国有1000万对年轻人结婚，大城市的新人婚姻消费达到40～60万元的水平；而美国最有消费能力的婴儿潮一代人陆续退休。这导致了两国在消费能力、增长速度方面完全不同。而金融，尤其是面向个人客户的金融机构，则在中国这个大的趋势中获得超常规发展。

方向和战略对了，即使是步骤慢一点，战术上差一点，个别项目上出点问题，都不会影响大局，最终的结果都不会很差。但无论是投资还是人生，如果在战略和方向上出现了问题，只怕不利后果出现的时候，想纠正已经很难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功不是偶然

2006－09－25

成功的背后是一整套方法体系，这些是我们的无价之宝！奠定了我们的成功，绝对不是偶然

最近我们很开心，我们的3＋X轮番上涨。先是8月份地产涨了一轮，9月原本以为要歇一下，结果招商银行在香港H股火爆上市带动了招行A股的上涨，而原本以为是2007年利润的B股，也被AB股合并的传闻炒上了天。

有人说我们2006年真是交了好运！不错，2006年我们的确很好运，买的股票都是大涨。可是，我们真的仅仅是运气好而已吗？

先看B股。最近B股市场的“突然”启动，短期暂时沉寂，今天的上涨已经宣告B股市场的最后火爆开始了。B股市场的战略性机会我们已经思考和等待了几年。从2002年转战H股、B股市场以来，就一直认定这是改革开放带给我们的一次类似于认购证（原始股）那样的巨大机会。2006年，我们看到中国证券市场上的一些历史遗留问题如转配股问题、非流通股流通问题等等，都已经陆续解决了，尤其是最艰难的全流通问题现在也彻底解决，那么，B股这个历史遗留问题被政府提上议事日程就很顺理成章了。AB股合并只是早晚的问题，只是方式、方法选择的问题，这些次要的、枝节性问题，对投资成功没什么影响。

这个案例不过是再次印证了一个现象：幸运女神只垂青那些有准备的人，只有充分的准备才能从容获取战略性成功。遗憾的是，太多人总是问我们那些细节的问题，例如政策何时出台等，从来不问应该如何战略性地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部署自己的投资，安排自己的财务人生。

再说说我们一直看好的招行和万科。其实，万科的波动是很大的，从2005年年底的4元以下开始股改，到年中的7元再跌回到5.5元，其间经历了多次政策波动以及行情震荡，很多人跑进跑出。一会儿是因为地产政策打压，一会儿是因为有别的更好选择，总之，赚到大钱的人不多。招行也是，在8月以前的走势都很温吞，眼看那么多黑马狂奔，那么多个股乱涨，它简直就是老牛拉破车！因此，真正能赚到它的钱，也算不容易吧。

我们的一个客户在中秋国庆来临之前的聚会上很感慨地说，大牛市要想赚大钱，也是要有大智慧的。他的好友曾强烈反对他在行情如此火爆的时候还把资金交给别人打理。此人的理由是，大好行情下，买啥都能赚钱，何苦让别人分一杯羹！他们认为买万科、招行这样的股票没啥技术含量，自己完全可以搞定。但结果呢？我们的客户说，他的好友早早就卖掉了这些“没啥技术含量”的股票，转而搞其他品种了。而其他品种上上下下的，一通总账算下来，还不如招行、万科涨得多。我们相信很多人在上涨的势头中能赚到钱，但能否有效地保有这些利润，能否成功地全身而退，则未必啦！要赚到比招行、万科这样的龙头股更多的利润，所需要的技巧和资源，更是普通人未必具备的！

所以，我们从来都不认为自己仅仅是运气好而已。正如我们清楚地知道自己不会踩到地雷，是因为我们从来不去雷区！

我们能赚到这些钱，是因为我们有足够的耐心去等待、去播种，所以才有丰收。我们看似随意的选股，其实背后的研究、思考、调研功夫非常人所能理解。正是这些基础的研究，让我们有从容的心情去等待，去度过那些波动的、震荡的日子，在别人恐惧不安的时候，仍然夜夜安寝；在别人狂躁不安、积极追进的时候，已经安然享受利润。

成功的背后是一整套方法体系，这些是我们的无价之宝！奠定了我们的成功，绝对不是偶然！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左边、中间、右边

——交易是门大学问

2006-09-27

交易看似简单，但交易的背后是心态，心态的背后是研究，是道德

前上海高官陈良宇出事了。股市，确切地说是地产股，尤其上海地产股也地震了。我这个鼓吹“地主们有福”的人也被许多人来电来函咨询。我问自己，也问那些咨询的人几个问题：企业的地是否合法拿到的；资金有没有占用社保的；企业高管有没有和陈良宇有瓜葛；企业的业绩是否能支持当前股价。如果这些回答都是正面的，那我们忽略短期波动好了。如果这些问题都是含糊的，甚至是负面的，那股票可就拿不得了。

这个例子再次说明两个问题：第一，炒股票不是那么简单的事情。且不说买入之前的那些研究、判断，单是持股过程中的振荡、波折，就需要持续跟踪和专业判断。那些认为炒股票是随随便便能搞定、轻轻松松赚大钱的人，一定是没赚过大钱的。第二，如果我们没有好的投资哲学、好的理念，没有给自己留有足够的安全边际，股票投资完完全全是一场噩梦。这也是我们常挂在嘴边的香港市场的说法：股市岂止是风险，那叫凶险！

关于安全边际，我跟朋友说，其实包含两层意思：一方面来自基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，粗略地就是说业绩和市盈率不要离谱，另一方面是买入时机。要让股价尽快脱离自己的成本区，这样，持股心态会好很多。例如张裕 B、万科、招行等，无论现在怎么跌，我们都是赚大钱的，所以才有好的心态享受投资的乐趣。否则，如果是这周买入的，心情肯定七上八下的。

之前，拜读过交银施罗德研究总监程义全的一篇文章——《左边、中间、右边》。所谓左边，就是逆势交易，当股价还在绵绵阴跌的时候就慢慢买入；在股价还在上涨的时候，见好就收。这种策略要忍受寂寞，还要有强大的内心世界、坚韧的信念；右边交易就是通常说的顺势而为，追涨杀跌。

文章说，A 股市场的实证分析表明，3 个月内顺势交易有效；3～6 个月，两种交易策略都无效；长于 6 个月的，逆势交易有效。顺势交易（右边交易）是市场情绪的跟随者，容易受非理性因素干扰；逆势交易（左边交易）者是忽略市场情绪的，更多从深层次因素（无论是博弈也好，企业基本价值也好）来考虑问题；至于中间状态是买在最低点，卖在最高点，这种华丽的转身可遇不可求。

程义全认为，右边的难度更大些。我们也同意这样的观点。顺势而为看上去容易和简单，其实不然，趋势的判断要考虑的因素很多，而且这些因素非常难以量化，更难形成系统、科学的判断标准（虽然我们看过无数的技术分析理论，但很多理论得出的结论不是唯一的，还经常是一个现象或一个指标有可能意味着完全不同的结论：例如放量，可能是主力出逃，也可能是新庄进入，到底哪个才是正确的结论）。

左边交易者会深刻地审视自己的内心、理性判断盘面以外的基本因素，从而做出相对冷静的判断和决定。程义全的观点是，如果是偏好右边交易的人，最多只能管理 5 亿元以下资金；而有偏左倾向的人，有良好的判断能力和投资心态，则可以管理 50 亿元以上的资金。

交易看似简单，但交易的背后是心态，心态的背后是研究，是道德。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能把交易做好，必须心里有数，对长期、短期的判断都非常清晰，对风险有很好的把握。良医出手，一两剂药方或干净利落的手术，其背后是大量的临床经验、深厚的理论功底。哪里是那么轻松搞定的？

交易是一门大学问，成功的投资并不简单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌了，又如何？

——什么是我们的利润来源？

2006－10－23

我们太过注重股票的交易性、流动性了，忘记了投资的本质是以金钱参与企业的运作，作为企业的股东，分享其发展壮大的收益，或承担它失败、亏损的痛苦

市场跌了。和6月7日、7月13日的下跌相比，好像还不能用暴跌来形容。

好在我们的客户都很冷静，居然没有人打电话来询问。或许是他们已经被我们同化了？但愿是他们都更加理性和有承受力了！

最近我们聊起汇丰银行的事情，感慨从1988年开始它的股价才5.8元，现在已经147元了。在1994、1997和2001年等阶段，汇丰控股都出现过50%的下跌，但由于公司持续增长，这种阶段性的暴跌都很快得到恢复。时间拉长了看，20年25倍的收益应该是很不错了。可见，选择好公司是投资成败最重要的因素，时机抉择是相对次要的。公司选择对了，大不了是买贵了，多忍受一些时间；但如果是投资标的选错了，则可能是灭顶之灾。

我们一直在思考，作为投资者，我们的利润来源到底在哪里？

有的人说，是博弈。我们赚的钱，必然是其他投资者亏损的钱。但我们不这样认为。上市公司持续增长带来的市值膨胀，以及企业每年发放的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金分红，才是我们财源滚滚的出处。

如果是博弈的思路，则2006年几次大盘的剧烈振荡都是最好的获利机会。但遗憾的是，我们发现这几次机会反倒成了几个最大的亏损时机。为何？终因博弈的时机实在是太难把握。比方我们在10月13日的时候认为大盘要补缺口，应该出掉股票，而今天即使跌了30个点，万科和招行的股价还比那时候高，可见这种博弈并非我们的长项。

我曾写过一篇文章《手中一只鸟，胜过林中两只鸟》（参见本书附录——编者注），当时我说，作为投资理财的工具，股票越来越显示出其价值；作为交易的符号，股票越来越岌岌可危。我们太过注重股票的交易性、流动性了，忘记了投资的本质是我们以金钱参与企业的运作，作为企业的股东，分享其发展壮大的收益，或承担它失败、亏损的痛苦。

如今证券市场整体氛围好转，不时有人鼓吹超级大牛市的想法；短期市场跌了，也有人立刻拿出熊市的种种依据，来说明中国的企业如何是骗子，加上最近华安基金公司出事（2006年10月16日，坊间传闻华安基金总经理韩方河被带走接受调查，同日，华安旗下重仓股大跌。2007年9月19日，韩方河案在上海市一中院开庭，被控操纵股价罪及受贿罪；26日，两罪并罚，被判处有期徒刑18年。——编者注），一时间纷纷流传机构出货等流言。

如此种种，均为心浮气躁之人，都没有认真检视过自己手里的品种到底是否有核心竞争力，未来几年业绩是否优良并有增长，管理层是否诚信和有良好记录。

记得巴菲特说过：即使格林斯潘悄悄告诉我美联储的议息决定，我也不会改变投资组合和投资决策。

信哉！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要利润断层

2006－11－06

宁可用笨办法买入持有，也不要造成利润断层

央行提高存款准备金率，再度收紧流动性。我们的三驾马车和其他的配置品种如中集、封闭式基金等几乎没有受到负面影响。看来投资者是越来越成熟，越来越意识到好公司跟宏观货币政策之间的相关度并不像我们想象的那么大。

2005 年 5 月以来，牛市已成为客观事实。牛市中，我们无非是有三种交易策略及结果：上上选是通过轮炒，充分分享牛市的利润；其次是买入持有，获得市场平均收益率；倒霉的下下签则是轮炒不成功，追涨杀跌耽误了黄金交易时段。

最佳状态：轮炒成功。比方 2006 年初买了金属股，以锌为代表的有色板块是当时所有基金、券商都一致认可的，相信如果配置这个类型一定不会错过龙头股；其次是参与股改行情，例如最早的万科，以及后来的泛海建设（000046），它的情况是非常公开透明的，从股改沟通会上就披露了大股东的扶持、注资事项，因此，可以在比较低位的时候介入。

股改行情的个股行情其实是极为丰富的，利润也很高。股改后期还可以参与人民币升值的行情。以金融地产为主，其间还穿插了滨海概念、券商概念、军工股等等。暴利机会可以用目不暇接、眼花缭乱来形容。到三季度报披露后，则有很多机会去买钢铁股，因为它们其实是在业绩披露后才真正开始涨的（这里插一句，证券市场就是这样一个很公平的市场，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要勤奋，只要做足了功课，钱就会自动送上门来。试想一下，宝钢承诺这几年分红不少于0.32元，即使5元的价格，息率也超过5%，远高于银行存款。而且单是三季度业绩就好于上半年两个季度的总和。可见大家担心钢铁行业衰退是错误的）。

要是这样算下来，2006年没有10倍的利润都是羞于见人的。但我们的水平说来惭愧，就一倍多。朋友中有做到5~8倍的，但也近乎奇迹，与其十多年的从业经验、丰富的人脉关系、敏锐的投资视野、高超的交易技巧都有关。这些都不是常人能具备的。

次佳状态：买入持有好公司，一路平安走过来。其实我们就采取的是这个策略。算算万科、招行等2006年以来的收益率和我们付出的操心程度，也算聊以安慰吧。毕竟它们太让人安心了，无论市场调整与否，无论宏观调控或基金黑幕，都与它们无关。从估值水平、技术走势等各方面看，都是很安全的。夜夜安寝，潇洒人生当然是要付出收益率的代价嘛！所以，这样的策略注定了我们会错过黑马，错过很多暴利机会。其实在圈内，各种小道消息、各种公开披露的公司新闻，都蕴涵了很多很多的机会——毕竟是牛市啊！

最差状态：与最佳状态类似，这类人也是频繁交易者。但99%的情况是追涨杀跌，追涨的结果是极容易参与调整，因为图形漂亮、成交放大的时候，往往意味着短期需要整理。但由于对所选择品种的质地、估值、未来空间、风险因素、机构参与程度和机构之间分歧的原因心里没底，调整如果很浅、时间很短就罢了，如果幅度较深、时间较长，则往往忍不住其他的诱惑再次出来，追高其他品种。这样循环往复的结果，不仅耽误了很多时间，赚到的是小利，而且错过了主升浪的大涨。

造成这样不利局面的原因很多，主要的原因还在于投资者学艺不精。我们说了，证券市场是很公平的，需要足够的付出、足够的勤奋，以及足够高的情商（智商倒未必需要足够高，太聪明的人往往情商不够，反而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

适合这个市场)。对所选择品种在技术上所处的阶段、基本面上所蕴涵的机会(风险),如果没有很到位的认识、很深刻的理解,赚钱则属于大势好,随波而上;一旦调整起来,往往沉不住气。

其实,一轮大牛市下来,一半以上的股票都会涨的(虽然我们认为好公司顶多只有10%,但就股价波动而言,大部分股票的股价是能跟上指数的)。半年、一年下来,99%的人都会发现自己曾经买入的品种其实是大大的黑马、牛股,不过自己没有守住罢了。但是要守住、要坚持,谈何容易?因为市场上每时每刻都有诱惑,分分秒秒都是恐惧!

面对上市公司不断出台的新闻,以及很多圈内传闻、很多机会,我们不是没有动心过,过去曾经有过不断的尝试,但随着时间的推移,当统计的样本足够多的时候,我们发现自己不太具备那些能力——敏锐的判断、高超的交易技巧、非常高的情商以准确分析其他参与者的行为。所以,虽然那些品种在估值上有空间,故事也没有讲完,但缺乏一点耐心,最终的结果是这些仓位总的收益率不如买入持有的那部分头寸。

多次尝试的结果是我们选择了认输。承认自己乃平常庸人而已,不具备足够的能力、超常的判断,所以,赚到市场平均利润就好了,对自己不要过高要求,免得身心疲惫。毕竟以我们目前的修为和功力,已经能够清晰地判断大牛市的到来,选择到大牛市中的大龙头股,万科和招行其实就是1996~1997年牛市里的深发展和长虹啊!所以,宁可用笨办法买入持有,也不要造成利润断层。而轮炒做得好,当然是日进斗金,做得不好的话,则在大部分情况下股票越做越少,收益率远远低于指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1900 点，买还是卖?

2006－11－10

作为普通投资者，无非两个选择：第一，自己投入足够多的时间和精力，成为职业投资人；第二，聘请专业投资者打理财产。除此以外，很难有第三个解决办法

市场似乎进入了加速上升阶段，也意味着短期风险在加大。

之前我们曾写过《左边、中间、右边——交易是门大学问》，现在就面临这样的考验。有不少朋友不断地咨询是否要卖出股票，或者卖出了还可以买什么，要不要做波段，怎样做波段，这些问题真是一言难尽啊。

有这种困惑的显然不止我们，也并非个别现象。

2006 年 11 月 4 日出版的《证券市场红周刊》上有一个让人啼笑皆非的话题，在“民间智慧”栏目中，这几个月来迅速窜红的分析人士——艾古（我猜测是“爱股”的谐音）有如下一段文字：“……关于鑫富药业的操作，我很想告诉你们，我是怎么做的。但我不能说，一说，你们就都赖上我了，要把我当保姆了……我不向任何人推荐任何股票，不承担任何个股的后续分析咨询义务……”在后面的“编读往来”栏目中，编辑又从另一个角度把个股推荐的复杂性和风险度揭示了一遍，原因是一个下岗人员拿买断工龄的钱买了“民间智慧”栏目提到的鑫富药业，现在套牢，抱怨 ing。周刊编辑说，当时他们栏目提到这只股票的时候是 3.2 元，后来涨到 4.4 元，中间有较大的获利（估计该读者是在很高的位置上买的，所以抱怨套牢了。实际上，鑫富药业以 1328.52% 的涨幅成为 2007 年前十大涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅大牛股之一，2007 年最高价达 92.82 元——编者注）。编辑还说，他们没有义务也没有能力和精力去做后续的操作指导。

在我看来，90% 的股票都是交易性机会，真正的成长股恐怕是千里挑一，甚至是万里挑一。这就得出两个结论：一、要有这个能力去找到千里马；二、如果想要把握那 90% 交易性的机会，需要成熟的交易技巧、对市场全面的把握和严格的止损纪律。遗憾的是，多数人有眼无珠，不识货，不知道怎样选择超级成长股，也没有耐心去守住成长股的机会；三、又不具备足够的技巧和能力去把握交易性机会。尤其糟糕的是，没有止损的纪律，所以无论是牛市还是熊市，基本上都是不赚钱的。其区别在于，牛市开始还赚一点，尾声的时候都赔回去了，熊市则干脆赔得比指数多得多！

回顾这几年的历程，身边的散户朋友有的获得了不错的收益，但有的总是踩不对节奏，收益大打折扣，所以干脆买房子去也！想想交易过程中的复杂性、多变性，每个人对市场的认识和对风险的控制差异很大，要想做好亲友们的咨询服务，真不是一件容易的事情！知易行难，自己做好都不容易，更何况还要指导别人！

想来，作为普通的个人投资者，无非是两个选择：第一，自己投入足够多的时间和精力，成为职业投资人；第二，聘请专业投资者打理财产。除此以外，很难有第三个解决办法。

这个道理说来也简单。一个简单的类比就是，小毛病可以自己搞定，生了大点的病一定是去医院做全面检查，听从医生的专业建议。万儿八千的钱可以自己倒腾，几十万、几百万甚至更多的钱，如果缺乏专业知识，盲目投资的风险实在太大。

1900 点，买还是不买？卖还是不卖？这是个问题，而且是很专业的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大浪淘沙，物竞天择

——二八现象再思考

2006－11－14

二八现象和个股结构分化，是中国证券市场历史性的进步，伴随投资者结构变化的，是市场的性质和功能作用的本质变化

最近说二八现象的人很多，《证券市场红周刊》也约我写些感想和评论。很多人反映，指数从1500点以后就没赚到钱。可不是吗？从1000点到1500点，确切地说是股改行情，是人人有份的大锅饭行情。普涨过程中，阿猫阿狗都是有机会的，但5～6月份进入1500点以后，股改进入尾声，市场再次分化。

时间稍微往前一点，我们发现，这并不是中国证券市场上第一次出现二八现象，2003年就发生过一次，那次也只有“五朵金花”（钢铁、汽车、电力、石化、金融）中的绩优股涨，其他都不涨。涨的原因主要是业绩，跟主力、庄家、筹码、技术指标基本无关。

深刻反思这些现象以及背后的原因，对于今后的投资非常重要。

一、二八现象和个股结构分化，是中国证券市场历史性的进步，伴随投资者结构变化的，是市场的性质和功能作用的本质变化

这两次二八现象和个股结构分化，是中国证券市场历史性的进步，市场的性质和功能作用发生了本质的变化。它意味着证券市场优化资源配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的功能终于开始发挥作用，投资者的收益终于逐渐地从相互间的博弈，转向寻求上市公司的利润回报。尽管这个转变走得很曲折、很复杂，但毕竟开始了一个实质性的转变。

这个变化的原因很多，其中一个主要的因素是投资者结构的变化。基金、保险，尤其是 QFII 的进入，令市场进入了机构博弈时代。最优的策略并非投资者之间的财富再分配，而是寻求上市公司和投资者的共赢（目前，QFII 的总市值大约 240 亿元，是次于共同基金的第二大机构。由于外汇管制等原因，其资金量大大小于共同基金，但其影响力远远超出国内基金）。

顺着这个思路，我们进一步发现，2003 年以前的投资分水岭是讲故事、炒概念，还是追求价值投资。如果是转向了绩优股而不是死守超跌股，至少可以避免市值的大幅缩水。如果眼光好，就能在熊市里赚到很多钱，就是成功者。2006 年以后，则不仅仅是简单地买绩优股，而是深入思考企业的长期竞争力、长期资本回报如何，是价值投资的深化。口头上的、表面的、肤浅的、不求甚解的“伪价值投资者”有可能逐渐被淘汰，真正能领略经济和企业实质的人才有较大概率长期胜出。

二、两次“二八”大浪淘沙，再寻找下一个“二八”中的“二”，很有可能是徒劳无功

巴菲特说过，优秀的投资者要做好两件事情：一是建立自己的思维架构，二是有正确的态度。思维架构的建立是漫长的过程，学习是很好的途径，尤其是向成功者、向客观事实学习。

2001 年以后，善于总结、分析、反思的人，逐渐悟出了一些投资的本质性的东西；2005 年二线蓝筹分化以后，继续思考的人会拷问什么是股价真正的驱动因素？什么是企业基业常青的 DNA？中外成功企业、长期上涨的牛股都具备怎样的特质？

对这些问题的深刻思考，决定了部分投资者能逐渐抛开短期的技术性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素，真正回到投资的本质上来，由此而形成的一系列方法、原则、理念、风险控制机制，能大大提高成功概率，有效控制失误率。

从这个角度说，我们认为再寻找下一个“二八”中的“二”，很有可能是徒劳无功。中国的好企业并不多，以万科和招行为代表的成长型公司以及以宝钢、中集、万华等为代表的优势制造业龙头公司，部分有民族品牌优势的企业，加上港口、机场、高速公路等具备一定垄断优势的企业，目前的估值并不过分，和它们的成长性相比起来，可能还是便宜的。要知道，便宜无好货，再低迷的熊市阶段，茅台也没有低于20元。不要因为现在优质股涨幅大，就认为它们没有空间。相反，我们这个市场的观念扭转还远着呢——因为优质股、稳定增长的大企业并没有给予充分的溢价。小公司、突变型企业反而是最贵的。

我们不反对在小公司、突变型公司中寻找机会，因为牛市中的盈利面是足够宽广的。但问题是，小公司、突变型公司所蕴涵的风险往往被人们忽略。所以，这些钱并不是那么容易赚到的，至少比赚到白马绩优股的钱要难！

最后一个感想是，从市场整体看，当前的指数格局恐怕是我们未曾预料到、未曾经历过的。早些时候，我曾转述好友的观点：1993～1994年牛市是中国股市从无到有的体现；1996～2001年牛市是中国股市从深圳、上海走向全国的阶段。2005年以后则是中国股市走向世界、全球资本汇入中国的伟大历程。由于投资者结构、市场结构已经发生本质变化，尤其是大蓝筹上市、指数期货推出，指数格局恐怕更会是我们未曾预料到、未曾经历过的。

在变幻莫测的世界里，谨守普遍有效的真理，回归朴实简单的常识，认真思考，勤于研究，并付出足够的耐心，方有可能在投资市场上获得持续、长久的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好公司是自己浮出水面的

2007 - 04 - 03

我们还是要引用巴菲特的那句话：珠峰是一座高山，你不需要是天才就能看到这一点

朋友介绍来一个客户，这个客户问了很多问题，其中一个是我们怎样挖掘公司的。我想，在行业内外，“挖掘”一词有点“那个”含义，意味着资本运作，意味着很深奥的、不为外人所知的内幕。

但是，我们回顾这几年赚大钱的公司，无一例外是白马绩优股，是大众情人，都是“秃头上的虱子——明摆着”的东西。不说持仓几年的老品种，就说2006年下半年研究买入的最新品种——中信证券吧。刚开始，业内开始讨论证券股的行情和优势，我们其实是很不屑的。作为券商的前员工，尤其是倒闭券商的前员工，我们太清楚券商的风险和毛病了，所以很长时间都持反对态度。但后来渐渐意识到，行业格局和以前相比发生了本质变化。

首先，以往导致券商倒闭的主要原因是超出自身能力的自营，加上保底的资产管理，这在熊市里完全是饮鸩止渴，必然导致挪用股民保证金或非法集资。现在，各券商的自营规模都很小，按照资本金控制在一个可承受的范围内，对外的资产管理一律是不保底的产品。这就是说，如果券商不乱来，只做中介业务，今后自行倒闭的概率是很小的，远远小于商业银行。

其次，券商作为金融行业之一，是有牌照许可的。很明显，中国证监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会的政策和导向不再发新的牌照，让已有的这100多家券商兼并重组，用市场化的力量促使行业整合。这意味着，巨大的蛋糕就让场内的这几家公司去分享，而其他人再有能耐，也不能做这个生意。而场内的这些家呢？通过创新券商、规范券商等分类，再做势力范围的划分，高端的、高利润的承销业务、衍生产品的设计和交易等，都交给为数不多的创新类券商；其他大多数小券商只能做经纪业务。这意味着一轮巨型牛市中的所有机会，都让中金、中信、国泰君安、广发、银河、国信等几家来分享。其利润何其之大！就以经纪业务来说，2007年的日均成交已经在1000亿元以上，业内有分析人士说，今后2000亿元是常态。这几家占市场份额50%以上的券商，岂不是赚翻了？很多在券商的朋友说，他们2007年一季度的利润超过去年全年，真是了不得！

总地来说，大家从直观上可以意识到行业红火了对券商的直接利好。而我们稍微再深入一点，可以发现行业格局的深刻变化。除了经纪业务以外，其他高端细分行业空间也是非常大的。仅创设权证一项，2006年给行业带来的就是10亿以上的收入，这可是无本生意呢！因为经纪业务毕竟还是很“物质”的，要租场地、雇员工、买电脑，都是很实实在在的支出。

上个周末，听了中国证监会发展部祁斌主任的一个演讲，对中国全社会的资产证券化的整体规模和前景有了进一步的认识。不得不再次感叹，我们躬逢盛世啊！

从这里可以看出，首先，我们不是行业中最早清醒的人，有的高手当行情一转好，就高度看好券商行业，并大仓位买入持有，我们必须要等到这个行业比较火爆了，才慢半拍地反应过来。过去的一些主观意识也对我们的判断有影响。好在我们在这个过程中，会挑选那些大周期、长周期的行业，就是说，这个行业的红火不是半年一年的事情，所以，尽管晚了半拍，基本上也算是赶上了这趟高速列车，而不是搭上末班车。如果行业周期很短，而且行业接近尾声，那错过就只好错过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们还可以看出，好公司其实是很明显的，是大家都知道的，不是藏在深闺人未识的。那些连名字都叫不上来、不知干啥行业的冷门股，莫明其妙地拉上 n 个涨停，更多是庄股和内幕消息的性质。这不是我们的长项，同时，这些股票市值太小，也没法参与。

从 2003 年开始，上海汽车、长安汽车、上海机场、茅台、张裕、宝钢、招行、万科等等，其实都是"秃头上的虱子"，地球人都知道行业好，公司业绩好。万科 2001 年的利润不到 3 亿元，2006 年是 21 亿元，增长了 7 倍。华润集团、招商局集团、华侨城集团、中粮集团等大型央企一年的净利润也不过是三五十亿而已！可真正能从灵魂深处发自内心地认可，并买入持有的人，少而又少啊！

所以，我们还是要引用巴菲特的那句话：珠峰是一座高山，你不需要是天才就能看到这一点。投资并不需要太高深的学问，普通的常识就够了。

因此，在被问到牛市何时结束或类似的问题时，我的想法也是，到时候市场会给出答案的，那个明显的结论会浮出水面的。我们不需要太聪明，只需要有一颗客观的、平常的心，去认真看这个世界，去顺应经济、市场的大潮。这样，就足够了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业余炒股者的未来？

2007－04－26

炒股票，其实门槛是很低的。但人世间的事情就是这样，越是看上去门槛低的事情，其实门槛越高，因为参与的人实在太多，所以，在整体上要和所有人博弈

如今股市热了，倘若在酒楼里，没有听见邻桌的食客大声讨论股票或者基金，那只有一种可能：这家酒楼生意太差了！大堂根本没坐满，邻桌根本没有食客！

医生、教师、公务员、公司职员、家庭主妇……只要认识字，只要会上网、会打电话，多半都在买卖股票！报摊生意红火，那只是直观表象，媒体公布的数字才是吓人——每天新开户数20万人！假设每人以5万元资金入市，每天就有100亿元新资金涌进来。外加隔三岔五发行的新基金，存款大搬家的势头真猛啊！

周围有的人已经觉得上班这点工资比起投资收益来，简直是九牛一毛，于是把心思更多地放在了股市上，或者干脆把工作给辞了，专心致志，职业炒股！

长此以往，企业的效率必然下降，劳动力成本无形上升，这对于整个社会可不是件好事。抛开国家、集体（企业或者单位）不说，我个人认为，业余炒股对投资者个人而言，实在是利少弊多。

投资是件专业的活计，需要投入大量的时间、精力。单就在3、4月份年报、季报公布的时节，把重点关注品种的报表看一遍就已经是很辛苦的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情。投资，其实是把钱交给职业经理人去经营，自己作为股东，至少要每半年、一年听取一次工作汇报吧。如果这点工作汇报都不听，那真是对不住自己那点血汗钱。

而就我们专业人士而言，看明白一份报表，都不是件轻松、容易的活。要历史对比、横向比较，看管理层对未来行业的分析，比各种财务指标上升还是下降；再阅读券商研究员的点评，看不同研究员的视角、结论有何不同；不明白的地方，要致电公司管理层询问。有机会，还要参加上市公司的业绩推介会、股东大会。因此，花在一个公司身上的时间和精力是相当大的。所以，我们真正能覆盖、了解的公司其实很少很少。

有一份全职工作的人，怎可能额外有大量的时间和精力？在我看来，投资这个工作，需要了解的信息是无限多的，再怎么努力，可能都只是知道了这个行业的一部分信息而已。

另一个非专业人士的问题就更突出了：缺少生态圈子和信息源。

现在的白领投资者受教育的背景、能力、知识结构跟我们并没有本质的差别，大家的智商和能力在一个水平上。但是，由于工作领域的不同、环境的不同，我们能轻而易举掌握到的信息，对圈外人来说，可能要花十倍的努力才能得到。比如，某公司公告得到大股东的一项资产，作为投资人，必须要知道所花费的代价是否合理公平，买入的资产到底能产生多少收益，对公司的长期发展有何影响，中间有没有不为人所知的内情，等等。

调查了解这些内容，对个人投资者来说并不是一件轻松的事情。但对券商和基金，相对就容易很多，因为每个机构都有一批行业和公司研究员，他们的日常工作就是跟踪这些信息，跟踪行业的、各个项目的最新进展。所以，即使上市公司的公告很简单，其背后的那些详尽资料，也都在机构的掌握之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，经验和悟性，对投资成功而言，也是很重要的。

做投资与当医生有一些类似，因为都很综合，并不是背熟几套理论就可以的。好的医生需要大量的临床经验，在处理病人的时候才会少犯错误；好的投资经理也是在多年的摔打、几个牛熊市的循环之后，才能渐渐明白一些简单的道理，虽然这些道理其实非常非常简单。

在我看来，尽管在证券公司或者基金管理公司，即便是做研究员，也未必能把握好投资的机会。因为行业研究员的工作相对来说还是很细化的，更多的是线条上的，而投资需要对全市场的把握，需要综合的判断和分析能力。

炒股票，其实门槛是很低的，贩夫走卒甚至小学生都能做。但人世间的事情就是这样，越是看上去门槛低的事情，其实门槛越高，因为参与的人实在太多。所以，在整体上要和所有人博弈。如果没有一点大智慧，没有足够的经验，恐怕是不行的。

投资其实是长跑，短期的成功说明不了问题。

之所以罗罗嗦嗦写了这么多，是因为身边不止一个朋友把工作辞了，这很让我担心。万一股市不行了，咋办？

又看到一篇《海外白领上班炒股难》的文章谈到，美国的白领是在老板和股市泡沫破灭的双重打击下，才戒掉了“股瘾”。我个人认为，老板的禁止，对生性崇尚自由的美国人民来说，根本不是问题。只怕是2000年以后股市泡沫的破灭，才是最重要的原因吧。

但愿众多业余炒股的人们能更多地把本职工作做好，把炒股这等专业的活计交给专业人士来做。有谁见过得了病自个儿给自个儿开刀的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日日是好日　夜夜是良宵

2007－05－14

赚好公司的钱，需要勤奋、耐心，更需要造化、机缘

指数越涨越高，电话、MSN、约吃饭聊天……都为一件事情：大盘还有戏么？会暴跌吗？要卖股票吗？

最近每每看到媒体采访某基金总监，建议投资者先出来看看，回避一下短期风险；或者媒体又报道某操盘手看空，当天跌百点。真让人晕死！

说到底，世上没有几个人认真把股票当实业看、当实体经济去想，把自己真正放在股东的位置上去琢磨事情。没有几个人对自己买入持有的公司有信心。

股票是啥？未来现金流的折现。只可惜，人们更爱谈论贩夫走卒或者是基金经理的行为，或者妄自猜测管理层的意图。

啥叫现金流？不知。啥叫折现？更不懂。这样子去炒股票，去拿全家的积蓄或半辈子的血汗钱去折腾……阿弥陀佛，愿佛祖保佑他们！

上证综指曾经从2245点跌到998点，2003年指数在1500点，但不妨碍“五朵金花”（钢铁、电力、石化、汽车、金融）的走强；2004～2005年熊到极点，但也有中集集团、深赤湾等港口、航运股票走强，更不用说万科A、烟台万华、张裕、贵州茅台等持续上涨的股票。

日经指数、台湾加权指数都在1990年之后大幅走熊，而且一直没有再来一波大牛市，但仍然有丰田汽车、台积电等公司发展壮大，股票价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨。

我们绝对不是说现在4000点的位置上遍地黄金，目前这个位置、这个市盈率、这个股价跟两三年前相比，简直是天壤之别。要知道，两三年前，大把公司的股价跌破净资产值，顶级成长股的市盈率才十多倍。而现在沪深300的动态市盈率30多倍，折合成年收益率就是3%，10年期长期国债的收益率是3.6%左右，可见股市顶多算合理，根本没有什么安全边际。

但是，如果我们放长一点去看、去想、去查一查沃尔玛、可口可乐、汇丰银行等公司的长期图形，就知道会有几百倍、几千倍的上涨，这个上涨的趋势并不会因为指数而改变，也不会因为货币政策、财政政策或股市行政政策而改变，更不会因为累计获利盘巨大而改变，决定它们走势的也根本不是谁买了它，不管是贩夫走卒或精英白领。

决定这个趋势的是企业的盈利模式、业绩增长、公司治理结构和估值等。而我们要做的，是去发掘好的公司，去研究它们的盈利模式，去跟踪其业绩增长，衡量其合理估值区间，去和它们的管理层交朋友，看公司是否贯彻了股东价值最大化的原则。

认真看我们的组合，不敢说全部，但其中一些公司具备了基业长青的条件，蕴涵长期增长的基因。过若干年再看，现在恐怕还是底部呢，虽然说这几年它们涨幅也不小了。

只不过，能否赚到这些钱，需要勤奋、耐心，也需要造化、机缘。

而所有这一切，与4000点或5000点无关，和投资者结构无关。

想明白这些，自然是日日是好日，夜夜是良宵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市没有结束，但是否赚钱则另当别论

2007－05－25

指数并不是决定股价涨跌和投资者收益的决定性因素。企业质地、企业所处发展阶段、股价水平是否反映当时的业绩和增长趋势，这才是主要的

最近的市场很让人焦虑：一方面，管理层、媒体大肆呼吁风险，连外国人（包括一国两制的香港同胞李嘉诚同志）都说A股泡沫了；另一方面，A股涨势如虹。

一方面是指数天天拉阳线，天天创新高；但另一方面，已经有不少投资者痛尝牛市亏损（而且是大幅亏损）的苦果：B股指数跌去两成，很多股票跌4～5成，A股也有不少股票出现连续跌停，市场恐怕是要进入一个相当敏感和复杂的阶段了。是进二退一地赚钱，还是进一退二地亏损，差别可就大了。

这个周末出版的《证券市场红周刊》“民间智慧”栏目中的嘉宾艾古说：“四五千点是绝大多数投资者账户市值的头部，虽然牛市还远没有结束。”这是我看到的最有趣、最精彩的一段。

文章的大意是说，牛市没有结束，但需要大幅度回调整理。因此，今后一段时间走势会复杂，震荡会加大。2007年最容易赚钱的时间已经过去了，接下来估计亏钱会比赚钱容易得多。

尽管亏损会很容易，但是牛市还远没有结束。这真是悖论哪！

回想2004年4月，宏观调控当头起，而且市场还处于熊市的中段，指数从1783点一直跌落到2005年年中的1000点，跌幅可谓巨大，但一些优质品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种如贵州茅台一个季度的跌幅不过两成左右，在1000点的指数位置上，它已经比1783点的时候涨了1倍多，类似品种还有张裕、烟台万华等等。

可见，指数并不是决定股价涨跌和投资者收益的决定性因素。企业质地、企业所处发展阶段、股价水平是否反映当时的业绩和增长趋势，这才是主要的。

当然，我们也看到，2004年中段的时候，所有股票都跌了，优质如茅台者也难逃一跌。但是，优质公司的跌幅也就两成左右，在这两成的跌幅中，你很难卖到最高点，也很难在最低点重新买回来。更不要说资金量稍微大一点的话，根本没有足够的量在高位承接你的抛盘，也没有足够的筹码在低位抛给你。所以，高抛低吸，基本就是水中月，镜中花，不具备可操作性。否则，我们难以解释为何在投资大师中没有技术分析流派的高手，也没有谁通过高抛低吸成为世界首富。

但是，时机抉择（timing）仍然是媒体和投资者最关心的焦点和最热衷的话题。

人们都把股票的虚拟性、可流通性等特点看得太重，关心得太多，反而把股票的本质——实体经济的特性给忽略了。

最近，媒体对于茅台高管的违规违法事件多有报道，我们很容易想明白，出现这样的寻租是因为茅台酒供不应求导致的；以茅台这样强势的品牌和高质量的产品，不管谁当总经理，公司业绩都好得不得了。但它的股价呢？还在2800点的位置上。再有，券商概念已经炒得如火如荼，但最正宗的券商股龙头——中信证券却涨幅远小于参股券商概念股，真是令人哭笑不得。

最近询问一个同行，为何招行走势疲弱？他说，一个重要的原因是招行有很多小非要流通了，压力大。晕！还是供求关系的考虑大于对公司基本面的考虑。

还是要感谢这个市场以及这些似是而非的观点，这给了我们很多很好的从容买入机会，我们需要的只是一些耐心、一个合理的期望收益率而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全是收益的近义词

2007－06－23

富贵是要险中求的，不冒风险怎么能有收益呢？但我们认为，安全和收益是近义词

在深国投的网站上公布了我们的信托基金净值：3个月时间里，扣除所有费用后的收益率有49.1%。

当然，3个月时间太短，3年时间也不说明什么问题。看2000年风光的股票，两三年后怎样？看这几年厉害的基金经理等这轮行情到尾声的时候，是否安好？我们也深知，大的、严峻的考验还在后头呢！只有经历过完整的上涨下跌周期之后，剩下的钱才是真正赚到口袋里的，那时的收益率才有一定的参考意义。

但是，总结和回顾还是必要的。

最近看了一本书《随机致富的傻瓜》，这本书比起《对冲基金风云录》的可读性差远了。作者多半是个数学家，虽然做的是期权交易这等高波动、有趣的行业。

《随机致富的傻瓜》罗罗嗦嗦一厚本，其中心思想就是：一个无知傻冒中了1000万元彩票，那是运气，不是能力，不可持续。假如时间拉长，人都能活800岁，他的街坊——那个牙医（或律师或教师之类的）仍然是中产阶级，过小康或中康生活，而这个无知傻冒，估计仍然是过着清贫的生活，因为彩票事件（短期的、偶然性的事件）不改变任何长期、大概率的规律性东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，在我们所有的思维和操作中，我们都在想这样一些问题：这是必然的吗？可持续吗？大概率事件吗？失手的可能有多大？

可能是这些问题想多了，而且想得比较长远，在看待当前的市场、持仓等时候，或许就能多一份求安全、求保险的想法，因此，结果就反而比激进的策略要好一些。比如，我们就不去冒险买题材股；在市场剧烈波动的时候，认为自己没有能力把握短线的机会，就干脆以静制动。事实证明，这样的策略是正确的。乱动的结果可能锦上添花，但更可能乱了心态，乱了节奏，最后一塌糊涂。

对我们来说，首先求的是安全，安全了意味着不容易炸毁（这是《随机致富的傻瓜》中经常出现的一个词）。由于不容易炸毁，在行情起来的时候，在机会来临的时候，实现收益的概率就大大增加。

在很多人的眼里，富贵是要险中求的，不冒风险怎么能有收益呢？但我们认为，安全和收益是近义词。股票市场上，绝对的安全当然是没有的，债券（尤其是国债）和存款才可以称得上安全。但在股票市场上奉行保守战略，其结果往往（大概率事件）是好于激进战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心的三个方面

2007－10－02

大家都知道，耐心是一种美德，尤其是在投资领域，但耐心包括哪些内容，怎样保持耐心，这是很大的学问，要做到也不容易

从2005年以来，上证指数涨了5～6倍，沪深300指数涨了6～7倍，但投资者的市值同步增加的有多少？有多少基金跑赢了指数？

很多时候，我们都在听人感叹，某某股票捂了很久不涨，一卖就涨飞天。或者说，某某股价三位数的股票，我曾经在一位数的时候拥有过……诸如此类。所以，我总会十分感叹投资需要耐心，股票需要捂。

大家其实都知道，耐心是一种美德，尤其是在投资领域，但耐心包括哪些内容，怎样保持耐心，这是很大的学问，要做到也不容易。巴菲特不是说过：在别人贪婪的时候要恐惧，在别人恐惧的时候要贪婪吗？但要拿捏准尺度还真不容易呢。

在我看来，耐心至少包括三个方面。

首先，要花时间和精力去理解什么是好的投资，好的投资有怎样的标准，更要花时间和精力去找到好的投资对象和投资品种。

对于什么是好的投资、好的投资有怎样的标准，其实不同的人有完全不同的理解。比如，对于短期盈利和长期空间，就有很不同的观点。虽然通过三五年的持有，万科、张裕、烟台万华、茅台之类的股票，都能带给投资者10倍以上的回报，但2007年有的投资者买入券商借壳品种（2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年可谓是券商借壳年，海通证券、国金证券、长江证券、国元证券等纷纷借壳上市，也使该板块成为市场上的热门品种之一——编者注），几个月就赚了10倍，何其轻松和容易！如果一年内找到2～3个这样的品种，收益率简直能吓死股神呢。

我们一群人曾经就此问题聊过，感觉这是百米冲刺和马拉松长跑的关系。券商借壳概念股有可能短期暴涨（且不说借壳能否成功，不成功有可能暴跌）；即便券商借壳成功，这样的股票也是不适合长期投资的，因为熊市来了，中小券商的业绩会一泻千里，前几年的券商倒闭风潮还历历在目呢。但万科、招行、茅台、张裕、万华等则不同，即使有了10倍甚至更多的涨幅，只要公司的核心竞争力在，行业空间犹存，业绩仍有继续上升的动力。长期看来，马拉松比百米跑能走得更远。

所以，这就是一个定位的问题。我们到底是要走得很远很远，去看遥远地方的风景，还是追求短期的刺激和风光？如果是看长期的收益率，百米冲刺的模式意味着投资者必须持续找到很多很多的短跑选手，留给投资者失误的时间并不很多。乌龟虽然慢，但它一直在前进；兔子虽然快，但打瞌睡或绕弯路耽误的时间也不少。

因此，假如我们有幸找到了几个长跑选手，目前它们的状态还不错，不一定有必要去切换频道，去眼红短跑选手的风光。

这就是对投资本身的理解了。理解这些标准，需要花时间，找到长跑选手，需要花更多的时间。时时跟踪选手的状态，也是一件需要耐心的事情。

其次，找到好的品种，我们需要耐心去等待好的价格。这一点不需要重复了，即使是万科、招行、茅台这样的股票，每年中间都有至少一次10%～30%幅度的调整，A、B、H股概莫例外。2006年年底、2007年初的时候，中国人寿、中国平安发A股，其H股大幅上涨，结果2007年一季度，这两只保险股的H股跌幅在30%～40%（当然，这里面有外资投行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刻意做空的因素在里面，但也足以说明，我们在买入的时候，需要观察和足够的耐心等待好的价格）。据说，巴菲特在等到可口可乐的合适价格等了十多年。他也曾多次感叹错过了沃尔玛这个好公司，但一直到最近，沃尔玛的价格（市盈率）跌下来了，跌到他认可的、有安全边际的价格了，他才大量买入。这样长时间的等待，估计也不是一般人能做到的。我们暂不追求股神那样的定力和耐心，但希望自己在买入好公司的时候也三思而行。

第三，成长型公司在好的价格买入后，我们需要有足够的耐心去陪伴它们的增长。这一点尤其难做到。如果说理解投资的本质需要一段时间和悟性，但等待好的价格和买入后耐心持有，则需要足够的耐心。当我们掌握了一个公司大量的信息并充分了解后，有的时候，持有这些公司的股票是一件相当乏味的事情，因为这样的公司没有什么新闻，没有什么激动人心的消息，公司的运作很平稳。

这样的公司没有多少新闻，每年例行的季度、年度报告披露也都很规范，作为股东，只需要了解公司大体的运营情况，管理层的长短期计划是否顺利实施，接下来就是耐心持有了。或许在大盘上蹿下跳的时候，这些股票很沉闷乏味；或者在各色题材股狂舞的时候，它们还会小幅下跌。但通过足够长时间的持有，股东自然会发现市场是理性的，股价最终体现的是公司的业绩。

这些并不是很难的道理，难的是我们每天要面对很多诱惑、很多波动。心不静，所以总会生出许多魔念和幻象。总会面对很多愚蠢的问题，诸如节前持币还是持仓、节后什么板块会轮动之类。

说到底，还是对投资的本质没有理解到位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

知道怎样做比预测更重要

（市场策略篇）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要进二退一地赚钱

——2006年首轮行情总结

2006－01－17

企业的选择是顶顶重要的，技术分析、时机抉择等无非是减少损失罢了

2006年初，确切地说是从2005年12月初开始，市场发动了跨年度的上涨，从1067点上涨到1231点。我们的一些重点品种如万科、烟台万华、张裕B等，都有10%以上的涨幅，算是与市场同步吧。总结这段时间的分析和操作，有一些非常重要的结论：

一、就指数和市场心态而言，应该换之以牛眼看市并操作

我们曾经认为市场发展有两个可能，如果市场始终在1200点以下徘徊，则仍然处于熊市中，具体的细节浪可以算成1783点以来C浪的五浪下跌；但如果能成功突破1223点，则从998点开始，应该是新牛市的开始。

从目前上涨的品种多为绩优股、指标股以及外围市场如H股创新高、香港市场气势如虹等角度看，A股市场经历了4年下跌，在股改完成后，估值已经足够有吸引力，因此，牛市的开始有非常充分的理由。今后相当长时间内，我们应该以牛市的心态和眼光来分析和操作了。

二、如何看待短期的波动——要进二退一地赚钱

从1月11日上证指数出现第一根阴线，我们就和朋友们讨论，市场经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历了一轮比较大的上涨，而且是单边上涨，很可能2006年初最容易赚钱的阶段结束了，接下来是宽幅震荡和个别发展阶段了，从风险和收益的对比上出现了很大的转变。此后，市场在支撑多日后，在1月16日出现较大幅度的调整。不少朋友都询问是否要卖掉股票，把盈利落袋为安。对于短期市场，我们的确没有足够的把握说它一定会涨或一定会跌，无论是巴菲特还是索罗斯或者罗杰斯，都没有总结出完满的短期交易的方法。他们只是说，某品种的内在合理价格是多少、目前的市场交易价格是多少、高估或低估的比例有多大。我想，只有上帝才会既知道大趋势，又明了短期波动。

因此，我只能说，万科A假设公司2006年经营目标能够实现，则目前仍只有10PE；烟台万华尚未股改，2005～2007年均是业绩高速增长；有色金属板块眼看美联储加息到头，美元有可能重回下降通道，则整个商品期货板块恐怕都难有大的熊市。

回顾2001年以来的市场，尽管指数呈现长期的下降通道，但是以茅台和上海机场为代表的优质品种，是进二退一的上涨，类似亿安科技（如今叫G宝利来）的大量股票是退二进一的下跌。

我们举这两类股票截然不同的例子无非是想说明，尽管我们没有能力把握短期的波动，有的时候看好成长型股票，也经历了惨痛的套牢，但只要企业在稳步盈利，通过几个回合的上涨和下跌，时间之神终究会站在理性投资者这一方。

而且，需要重申、再重申的是，企业的选择是顶顶重要的，在这个战略问题上犯了错误，技术分析、时机抉择等无非是减少损失罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时机决策比选股更难

——再说进二退一地赚钱

2007－05－30

做基本分析，看上去难，但充分地研究之后，会耐心等待买入机会，耐心持有等待成长，最终获得合理利润甚至暴利

我们上一篇文章引用了同行的文章说，四五千点是绝大多数投资者账户市值的头部，虽然牛市还远没有结束，但2007年最容易赚钱、最没有悬念、最有激情的一段行情走完了，如同2006年5月前的行情。

2006年5月前，只要是买入没股改的股票，在停牌前买入，复牌之后通常有或多或少的利润。可是，市场真的那么容易赚钱吗？钱是那么容易赚的吗？为什么做实业辛苦一年，利润率不过3～5个点，炒股票却能日进斗金？这明显有违常理的事情，必然不可持续。

在这里，特别想呼吁那些工程师、教师、医生、公务员、企业职员等等，有一份全职工作的人们，千万不要以为股票市场是遍地黄金的地方，炒股票短期可以比工资收入高很多，但未必能长久；要想持续盈利，必须付出辛勤劳动、高昂代价。

B股市场暴跌已经敲响了警钟，ST板块已经悄然下跌，也预示行情进入敏感和复杂的阶段。只不过很多人沉迷在盈利的幻象中，根本没有意识到有违常理的事情不可持续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退二进一地亏损意味着什么？假如说一个投资者今年有100%的盈利，1万变2万，倘若在调整中跌50%，就打回老家去了。进二退一地赚钱意味着什么？假如我们买了蓝筹公司，虽然只有30%～50%的利润，但下跌只跌去10%～20%，那么总地算下来还是赚钱的，下次行情起来的时候，仍然可以在一个新的台阶、新的平台上更进一步。

所以投资是长跑，欲速则不达啊！我们要的是最终结果好，要笑到最后，所以，必须回到一些基本的东西上来，回到人之常情以及经济的常规上来。

过于聪明的人，过于敏感的人，恐怕并不适合炒股票。投资需要大智慧，而不是小聪明。

今天（5月30日），深圳市场一度跌1000点，上海市场也跌了300多点，差不多1000家股票跌停（2007年5月29日财政部突然宣布将印花税上调至3‰后市场大跌。短短的5个交易日内，上证综指从最高的4275点最低跌至3404点，最大跌幅高达25.6%，尤其是一些垃圾股、题材股下跌更是惨重——编者注）。很多朋友在电话和MSN上问，大盘有问题吗？要不要出股票？我说，牛市没有结束，只要股票好，就可以留。

我知道这话说了等于白说。什么叫好股票？什么叫好公司？并不是人人都理解。即使理解了，也很难做到。2003年买的股票，在有巨额盈利的前提下能拿到今天的估计没几个人。而事实上，可能5年以后看，还是熊市中买的这些真正有价值的股票涨幅最大。

很多人也不理解，为什么我们对风险和短期市场波动是很有经验和感觉的，例如在年初招行、万科冲20元的时候就觉得离谱，觉得会引发中线调整；这次也觉得低价股、题材股炒得有些过分，加上管理层屡次提示风险，打组合拳降温，但仍然很“木然”地保持了很高的仓位。

我的两位好友，一个在3500点卖光股票，云游四处。他说如果大盘涨到10000点，他有跳楼的冲动，但绝不会跳楼。因为即使在3500点，他这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几年的利润也极可观，资产总量也算是大富豪了。但对于4300点的市场，他显然有些落寞和不甘；另一个，在4000点卖光股票，转战香港。但发现香港股票照样跌，尽管和A股相比有那么大的折让。于是他前两天表示要空翻多，加入我们的阵营。

结果如何不用说了。这两位，都是我认识的同行中经验、智商都算一流的人才，做时机抉择也不过如此，心态波动也很难免。

可见，钱不是那么容易赚的，任何人、任何时候都不要天真地认为赚钱很容易，尤其是在股票市场上，在一个人精成堆的地方。凭什么你就比别人更聪明、更有资源？在时机抉择这样的高难度动作上更准确、更到位？

越是看上去容易、门槛低的事情，其实越难。为何？因为门槛低，参与的人多。事实上，博弈的对手就很多，很强大，要胜出就很不容易。

高抛低吸，听上去很美，看上去很容易。这次各大网站上都会有各色人等马后炮说各种的迹象、理由，分析这次下跌如何之有必要，如何之势在必然，但真正能在事前恰到好处地做好，难，难，太难！

做基本分析，看上去难，如行业、公司、财务指标、未来盈利预测、估值、横向纵向比较等等，很麻烦，但充分地研究之后，会耐心等待买入机会，耐心持有等待成长，最终获得合理利润甚至暴利，其胜算概率远远大于瞎琢磨其他投资者的心理和情绪。

我们很高兴市场有这样自动、健康地修复肌体的能力，也相信随着时间的推移，优势公司的价值早晚会体现。虚的、假的、忽悠上去的股票价格，早晚会回到自己的位置上。

这是一个最好的时刻，也是一个最坏的时刻，我们始终这样认为。并且我们始终快乐地坚守自己的原则，赚属于自己的合理利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌了，怎么办?

2006－03－09

如果你对市场的大方向、所选股票的长期增长潜力有信心，就建议持有，忍受短期的波动

和朋友交流时，我们曾提到准备承受10%～15%市值波动的考验，但很多朋友显然不满足这样的回答。既然知道跌了，为什么不回避这段风险呢，这是典型的质问。

那么，让我们从三个方面来回答各种疑问：

1. 对2005年6月以来的市场大方向有怀疑吗？我们认同人民币升值、好公司股价有吸引力这样的基本因素，判断3～5年内市场有大的机会。因此，对短期的调整我们可以用从容的心态去面对。

2. 对持有的地产、金融、消费类的龙头公司，我们做过比较深入的研究，对它们的行业空间、成长前景、企业竞争优势、估值等有信心。这也是我们能有信心参与调整的原因。

3. 虽然有的朋友认为大方向向上没问题，选股也没问题，但希望能回避短期波动，并获得差价。他们会问："能赚到的差价为什么不赚呢?"但是我们认为，市场短期从1300点调整到1250点，龙头公司的估值处于合理甚至低估的状态，人民币升值的汇率政策或许很快就会出来。凭什么就一定认为市场能给你足够的差价空间呢？这个概率有多大呢？我们做事情是要理性计算概率的。既然大方向向上的概率，以及龙头公司低估的概率有八九成，而短期市场向下再跌15%以上的概率未必有五成以上，那为什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么要用不到五成的概率，去推翻八九成概率的事情？这个逻辑成立吗？

总结起来，我们只能这么说，如果你对市场的大方向、所选股票的长期增长潜力这两方面有信心，就建议持有，忍受短期的波动。要知道赚钱哪里是那么容易的？没有付出，哪里能有收获？

如果你对市场的大方向、所选股票的长期增长潜力这两方面没有信心，那当然是回避风险重于一切。

如果你认为自己对市场的大方向、所选股票的长期增长潜力这两方面有信心，但实在又忍受不了短期的波动，结论是你不适合在这个市场生存。建议你选择固定收益品种或者选择投资经理为你理财。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汉唐盛世 vs 前景暗淡

2006－03－16

安心持有我们的好公司，像珍惜眼睛一样珍惜我们的投资机会

上个周末和一些朋友聊天，原本没有计划讨论牛熊市话题，只专注于行业和公司，但K同学和M同学提出还是有必要把大方向、大是大非的问题搞清楚，因为这两位同学是典型的保守党——悲观派。他们认为，虽然市场能有阶段性热点，大家也可以混水摸鱼，但绝非汉唐盛世。

主要原因和理由是：

1. 制度基础不存在。这点大家很明白，法律制度和道德诚信都不具备；很多公司的治理结构很差，这也容易理解，因为多数上市公司都是国企改制来的。真正从观念上、法律上改成市场经济的模样，没那么容易。

2. 最近5～10年的经济增长是私营企业、三资企业、国家垄断企业受惠，前两者未上市，第三者主要在海外上市，A股上市的广大竞争性国有企业是市场经济中的受害者而非受益者。因此，难选好公司，缺乏投资标的。

3. 美元加息宣告长期资金成本低廉、资金泛滥的情况出现逆转。

我当然是乐观派，这些年来一直是，也曾拿这些问题反复拷问过自己。

首先，虽然利率有所上升，但可见的1～2年内未必会大幅上升，资金依然泛滥，成本只稍微比前两年有所提高。遍观全球，可投资的区域、品种依然少得可怜。就是说，自从金本位制度自20世纪70年代打破后，信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用货币的泛滥是这三十年来累计的结果，格林斯潘（美联储前主席）加速了这个过程，伯南克（美联储现任主席）不可能、也无力打破这个格局。要知道，长期利率的大幅提高首先被冲击、崩溃的是美国的房地产市场，而美国国民现在是零储蓄和高负债，对利率的敏感程度远远大于任何一个国家。因此，世界经济的火车头是不大可能大幅提高利率的。

其次是制度问题。我想，一方面国家整体的状况在改善，上市公司、证券市场这个局部改善得更多。就说这次股改吧，虽然我知道的内情不多，但也的确有好些公司被流通股东折腾得够呛，好歹让流通股东行使了一回权利，也让大股东多少知道一点——“出来混，都是要还的”。从变化率的角度看，我们在往好的方面转变。

最后是上市公司质量问题。这的确是大问题，也是我们反复思考、频频聚会、争来吵去的主要话题。美国的大公司很多是从 20 世纪 60 ~ 80 年代成长起来的，是在本土没有外界干扰和压力下自然成长的，现在中国的企业遭到跨国公司的挤压和竞争，要想发展壮大压力太大了。因此，成功的概率相当低。我们都对杨小凯的“后发劣势”（这是经济学家杨小凯 2004 年在一篇文章中提到的观点。“后发劣势”的英文名称叫 curse to the late comer，就是“对后来者的诅咒”，意思是说落后国家由于发展比较迟，所以有很多东西可以模仿发达国家，但是会给长期发展留下许多的隐患，甚至长期发展可能失败——编者注）持赞同观点。

从这个角度看，我们更加珍惜现在寻找到的那些具备核心竞争力，同时行业局面又欣欣向荣的公司。它们是多么的难得，现在的价格又是多么的合理或偏低啊！这还得感谢我们市场的投机分子——他们忙来忙去，买进卖出，总是嫌弃那些好公司“涨高啦”，“没有换手”，“技术指标坏啦”。在这些聒噪中，我们却能偷着乐，安心持有我们的好公司，应像珍惜眼睛一样珍惜我们的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1400 点，市场给我们出的难题

2006 – 04 – 21

我们要用实业投资的眼光和思路来分析“虚拟”的股票

自从 1300 点有效突破后，市场转眼就上到 1400 点的位置。我们再次面临怎么办的考验。

凑巧的是，地产、金融最近利空传言不断。今天（2006 年 4 月 21 日）就有媒体刊登“各部委联手力遏房价，新一轮调控思路或近日公布”的消息。地产股纷纷走软，我们也再次考虑万科的去留问题。

在这个时候，我们想到几个问题：第一，长期前景如何？第二，短期下跌空间多大？第三，估值如何？这三个问题无论对指数还是个股，其实都是一样的。

对万科来说，长期前景取决于两个因素：第一，是人民币长期的升值趋势，这个因素导致了地产、金融行业长期的增长，至少是中期的增长。第二，就公司本身而言，它只开发住宅，尤其从 2006 年以来更注重开发“非豪宅”类的商品房，以快速周转方式获得盈利，而不是靠囤积土地，获得地价增值。这就是说，只要百姓的住宅消费或者升级换代的消费需求存在，它就有真实的生存空间。

就万科短期的趋势看，我们虽然认为判断短期趋势是最难的，但也不妨算一下命。累积获利盘加上政策利空的调整，有可能导致万科 7.10 元是其股票的中线顶部，未来阶段会有 ABC 三阶段的调整，调整的幅度可能在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6元，也可能在5.8元附近。以目前6.5元的价格水平，对于这样的短期波动，我们认为是可以接受的。

我们认为，对于上述两方面的分析，其实大家可能会有不同的理解，甚至得出完全不同的结论。但最重要的一点是万科现在的估值不能算很高。各大券商对其2006年的业绩预测是0.45元左右，2007年仍然有三成的增长，则动态PE是相对合理的。其B股的估值已经远远高于A股，显示出境外投资者对人民币长期升值的前景和对中国住宅产业的需求前景是持乐观态度的。

所以，又回到我们以前反复思考和表达的一个观点：短期向下跌10%的概率有3～4成，但长期上涨50%以上的概率有9成，你到底是愿意选择3～4成的概率，还是选择有9成概率的可能性？

其实，大盘的动向也一样。经过4年的熊市，大家都被套怕了，一直有这样那样的担心。但是，一些长期性的因素，例如人民币升值、股改带来的制度性变革，全球资金的充裕等等，现在还正在发挥巨大作用。但多数时候我们还是忽略了这些战略性的因素，还是拘泥于1450点附近下降压力区的心理影响。

我们还是没有能够完全摆脱技术分析和“筹码论”的束缚，没有用实业投资的眼光和思路来分析“虚拟”的股票。

股票，从诞生之时的原始意义是合伙人以出资额大小分享企业的收益，承担企业经营的风险。但，渐渐地，股票的流动性掩盖了它实业投资的本质。进而出现了更多衍生的工具，如技术分析。因此，怎样回归事物的本质，寻找到决定趋势的长期因素和本质因素，才是我们最重要的课题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看天吃饭的农民

——兼论金融行业的周期性

2006－05－09

> 我总说我们是看天吃饭的农民，天好了，要赶紧出来晒太阳

五一节前后的市场让多数人大跌眼镜，即使是我们这帮从2003年就看多、做多、满仓参与的人也感慨不已啊。什么是牛市？什么叫个“牛”字？就看这两年的房子和股票吧！

感慨很多，想来无非是两个方面：第一，是大趋势的问题。第二，是心态和研究能力的问题。

大趋势问题是非常重要的，某种意义上是决定性的。没有对于中国经济、部分优质股票估值低廉、资金泛滥等大问题的清醒认识，不可能有从容淡定的心情来持仓和参与调整。而在这个过程中，我们经历了2004年下半年的宏观调控、2005年二季度的熊市最后一跌，2006年3月份1300点的盘整，并且今后将继续经历振荡、波动，甚至不排除政府调控。但如果上述三方面的基本因素不发生本质改变，我相信，我们还是会坚定看多的。

这就是我们反复强调的，到底是以技术分析点位来决定大的观点和操作策略，还是从更宏观和更数量化的估值角度做选择和判断？很显然，我们认为后者更科学、更理性、更具备操作性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说到大趋势和大方向的问题，不能不说金融行业的性质问题。这些年我们感受到了工业股的周期性，从供大于求的衰退、通货紧缩萧条，到大部分企业倒闭或开工不足，渐渐地，价格有了起色，行业里的优势企业开始盈利，盈利程度大幅上升吸引社会资源进入这个行业，最后又是供大于求。

但实体经济的周期性比起虚拟的金融行业来说，那简直是小巫见大巫。金融泡沫的兴起和破灭，其影响程度远远超过任何行业。远的例子是荷兰的郁金香泡沫，较近一点的是网络股泡沫。如果说那次泡沫对欧美经济影响比较大，那么 1998 年亚洲金融风暴导致马来西亚、泰国等国经济倒退十几年，导致香港出现大量负资产人群，到现在很多楼盘的价格还远远低于十年前，这可就是我们身边的例子了。

这次地产和股票市场的繁荣应该说是二百年来甚至是更长时间段，比如说是汉唐盛世之后，中国大陆地区一次巨大的繁荣过程。这个过程本身伴随的是经济的高速增长，有相当程度的合理性，但很显然也带有货币流动性泛滥的痕迹。就是说，社会上的钱太多，用印刷机可以无限印刷的“钞票”数量太多，而银行存款利率太低，加上汇率因素，海外资金大量涌入，使得这个繁荣的程度有可能偏离正常的水平。而一些中观层面的东西，例如股改，以及房地产市场上农村城市化和政府严控土地供给，都加剧了地产和股票市场的泡沫程度。

所以，我总说我们是看天吃饭的农民，天好了，要赶紧出来晒太阳。牛市的趋势来了，任何人也挡不住，这个趋势其实是综合了经济、货币、心理、社会其他投资渠道的比较、政府意愿等很多因素的，一旦形成了，那可就是要持续相当一段时间，并有可观的高度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下半年市场的三种可能

2006－06－09

关键不在于预测，而在于决策

关于下半年市场的走势运行，征询了同行，大体归纳起来有三种可能：主流的观点是，1500～1600点振荡，反弹到1600点上方再下来，到1500点以下，走ABC调整；极端的想法是，2006年没行情了，要到年底，放假去也！最乐观的说法是，在这里盘整，2007年指数就3000点了，怕什么？这是台湾人士的观点。

这三种观点我看都很正确，都有道理。你可能会觉得，这纯属狡辩。将来无论是哪种情况实现了，你都说自己很正确。因为这三种情况概括了三种可能：单边上、单边下、较长期的盘整。不可能有第四种情况啦。

可是，关键的问题是怎么办？2001年以来，在2003～2005年那么艰难、黑暗的日子里，我们依靠企业分析和估值判断，还有可观的利润。相信今后依靠这些分析仍然能有足够丰厚的回报。所以，我们的长处不是预测市场的趋势，现在，更体会到了巴菲特所说的，他不是宏观分析师，不是市场分析师，而是企业的研究者。信哉！

关于2006年没有行情的说法，我认为，毕竟是从2005年5月开始上涨的，将近70%的指数升幅和一年的上涨时间，用半年时间消化，跌去升幅的50%，回到1350～1400点，就是长期下降压力线的位置，太合理、太正常了！没什么了不起的（当然了，即使跌到这个位置，年底或2007年还是要涨的，这是大前提、大判断）。而且看政府的态度是希望股市涨，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但不是暴涨，这与希望房地产成为支柱产业，但不希望房价暴涨是一个道理。如果涨得太猛，政府就会让新股来得更多。因为在这个世界上，股票是无穷尽的。这不，中行刚在香港发行 250 多亿股新股，集资 700 多亿，又要到 A 股发行 100 亿新股。如果市场再火热，让中移动、中石油再回归嘛，让农行、工行上市嘛，这太容易了（2006 年 10 月 27 日，工商银行上市；2007 年 11 月 5 日，中国石油上市——编者注）。从这点看，房子比股票的数量有限得多；房价炒作的底气比股票足。难怪香港股市的股息回报是 3～4 厘，而租楼的回报才 1～2 厘，这种长期形成的投资回报率的规律有一定的道理。

按照台湾人士的观点看，2007 年到 3000 点或 5000 点，也是有道理的（2007 年的上证综指最高达 6124.04 点）。一则是因为人民币升值的趋势，二则是因为将来很多大股票将计入指数，指数的牛市是毫无疑义的。因此，做战略部署，买入中国为数不多的有价值、有战略意义的股票，完全可以大胆买入、长期持有，没有任何害怕的理由。

持有这种观点的人，有一个很重要的依据：本次从千点上来的行情，真正放量是从 5 月以后，也就是说，1400 点以下是存量资金在活动，增量资金的成本在 1500 点，所以，跌破 1500 点的概率很小。

如果说未来几个月先上后下、涨涨跌跌、有波幅无升幅，也是有理由的。并且，很多人愿意在这个过程中参与未股改的股票，以及业绩出现拐点的品种，诸如津滨开发概念、太阳能概念、大股东注资概念等，均有道理。所以，这段时间是证券营业部最开心的日子，因为客户频繁交易。

但是且慢，关键不在于预测，而在于决策。

对很多人来说，他们更愿意做的是在这几个月先上后下、涨涨跌跌的过程中，抓住各种可能的题材、概念、机会，能涨就好，管它什么原因！可是我们要知道，在这 1400 只股票里，真正能了解的其实不多。比如太阳能光伏概念（太阳能发电又称光伏发电。在新能源中，太阳能发电的成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较高，大约是生物质发电（沼气发电）的7～12倍、风能发电的6～10倍，但与其他新能源相比，在资源潜力和持久适用性方面更具优势。从长远前景来看，光伏发电是最具潜力的战略替代发电技术。目前国内具备成熟的光伏科技商业生产技术，已经或者即将投产的企业有天威英利（天威保变控股）、无锡尚德、新疆新能源（特变电工控股）、上海新能源、力诺集团等几家公司——编者注），不仅要和国际油价挂钩，还要具备大量的行业知识以及判断企业能否在产业链里占有一席之地的能力，而在那么多股票里哪个潜力最大、风险最小，这都需要仔细的研究。可是这些知识和能力并不是每个人都具备的。要说资产注入和行业并购，这的确是很大的题材，一样也需要对方方面面进行了解。比如这段时间成为新闻人物的林园，他是我们曾经就职的那家证券公司的客户，现在成为亿万富翁。他曾经对媒体说过，彻底了解一家企业，他需要花100万元的费用，一般会每个月去一次这家公司。是否夸张了点我不知道，但我知道的是，如果要从产业链、成本、工艺、客户、渠道、竞争对手、企业战略、人员、财务、与政府的关系、海外市场等方方面面彻底了解，的确是个很辛苦、有很大工作量的事情。单靠自己的知识储备和能力不足以完成，必然要求助于外脑，整体费用一定不低。

现在，我越来越明白了，短期投机成功，买的股票天天涨停，当然是快意人生！但要做到这一点，而且是经常、持续（而非偶然地）地做到这一点，实在不容易，需要的资源和技能远远不是绝大多数人所能具备的。

而我们普通人所具备的只是常识、耐心还有平常心。这些是我们的长处，可是99%的人会放弃这些长处，去和那些有雄厚资源的人比拼短线财技。在这种情况下，散户不成为菜板上的鱼肉，还想成为什么？难道还是刀斧不成？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到适合自己的最佳策略

2006－08－02

市场越来越大，指标股的权重也越来越大，个股和指数之间的背离和差异有时会很高。博弈市场趋势，胜算的概率其实有限

去澳大利亚旅游回来，发现市场气氛和状态发生了不小的变化。

首先是扩容速度和数量惊人。中行不说了，大秦铁路刚上，工商银行和国际航空已经排队了，而保利地产和中小板的多家公司都是在很短时间内发行上市的。据媒体统计说，2002～2004 年间，平均每年才融资 800 亿元，如今 2006 年一个季度已经融资了 1000 亿元，媒体说，照这个速度，一年就要再造一个大陆 A 股市场！

其次，宏观经济方面，上半年经济增长 10.9%，好得不行。这种大好形势却让人们更加担心国家加大宏观调控的力度。这不，7 月 21 日胡锦涛总书记对下半年经济工作做了六点要求（2006 年 7 月 21 日，在中共中央于中南海组织召开的党外人士座谈会上，胡锦涛总书记提出六点要求：一是要切实控制固定资产投资规模；二是要积极扩大国内需求；三是要扎实推进社会主义新农村建设；四是要加快推进重点领域的体制改革；五是要着力提高对外开放水平；六是要进一步解决好关系人民群众切身利益的问题——编者注）；7 月 22 日央行提高存款准备金率；7 月 25 日发改委表示还将出台更多的调控措施；7 月 26 日，温家宝总理部署下半年经济工作时，明确强调防止经济从“偏快”转为“过热”。房地产方面，除了限制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外国人买房，搞“双限价”外，上海房地产价格又出现跳水，好像也吓人得很。

结果就是，指数从1750跌到1600点，跌去了10%，很多股票跌了两成，甚至更多。询问我们观点态度的人也很多，还有很多朋友选择了退场观望。

回顾我们在6月初写的《下半年市场的三种可能》一文，现在看来，似乎走大箱体的概率最大。就是说，因指标股定位合理，没什么泡沫，大盘大幅下跌的空间有限；但毕竟扩容压力巨大，宏观层面利空不断，指数要快速上一个台阶也难，对此我形容为“上半年已经吃了八个馒头了，难道再喝五大碗汤不成?”耐心地等待，有效地换手是最理想的选择。

那么在这个时候，策略也可以是多样化的。其实，单边涨和单边跌的市场中，操作是比较简单的，一路持有或空仓观望是最好的选择，平衡市是比较复杂的。

营业部的活跃客户现在有很多选择、很多的短线机会，只不过要做好这些行情，对技巧、人脉关系的要求比较高。至于我们的态度和策略，则一如既往地持有我们的重仓品种，如万科和招行等。

有朋友不理解我们的做法：明知道市场不明朗，跌到1500点也不是没可能，干嘛不先出来看看，等有差价了再买进去？或者说，明知道它们短线的机会并不大，干嘛不先做点别的股票，等做一轮其他短线后再买回它们不好吗？我们当然也知道这样是最理想的，利润最大化嘛。

但是，这里面有一些问题没法解决：第一，市场当真能跌到1500点吗？不知道。我们真的不是神仙，算不准，只是感觉中国银行、中石化、中国联通、长江电力、宝钢等指标股似乎不具备很多的下跌空间；第二，即使指数真的跌到1500点甚至更低，我们的万科和招行未必跌很多。万科在半年报中披露将向华润为主的机构投资者定向发行新股，价格不低于5.67元，就是说，保荐机构和大股东经过充分沟通和分析，认为万科值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.67 元以上；招行也将于三季度末或四季度初发行 H 股，全球巡回路演已经结束，全球机构投资者对招行表示了很大的兴趣，预计 H 股的价格在 7～8 元之间（2006 年 8 月 2 日，万科 A 收于 5.64 元；招商银行收于 7.32 元——编者注）。我们并不是迷信机构投资者，他们的定价未必一定是科学和合理的，但以目前的各方面情况看，万科和招行的再融资无疑表达了战略投资者对企业的估值和前景的认可，目前价格大幅下挫的空间和概率都是很有限的，因此，我们应选择耐心地等待和持有。

至于其他很多的个股机会，我们认为，它们必须在阶段性的收益率上高于万科和招行，同时也具备高度的抗风险能力——就是说，万一指数再跌 10%，这些品种能逆势抗跌。要同时做到这两点，恐怕入选者寥寥无几。

再次重温巴菲特所说的，投资不是分析宏观经济，不是分析市场趋势，而是认真研究企业，信哉！因为市场越来越大，指标股的权重也越来越大，个股和指数之间的背离和差异有时会很高。博弈市场趋势，胜算的概率其实有限，尤其是在目前这种方向和趋势不明朗的情况下。

我们毕竟买的是一个个的企业，而不是市场整体；我们观察的是地产、消费、制造等各个领域的商业模式和盈利前景，而不是指标股如中国银行的动向。因此，只要不是系统性风险，我们宁愿忽略指数的波动，更多地研究和关注具体的行业和公司。

这样的策略可能很沉闷，短期看，也未必能大幅度超越指数，但这是我们所能想到、做到的最佳方法，也是我们最心安的策略，毕竟每个人要找到适合自己的最佳策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的结构性变化出现

2006－11－07

长期的成功是依赖一些制度性、系统性的优势获得的，而不是“一招鲜，吃遍天”

又出现结构性上涨和赚了指数不赚钱的现象。单是今天（2006年11月7日），上证指数只涨了3点，但深沪个股有420家红盘、1011家下跌。且不说从8月的1600点或者10月的1800点，这其中有多少人是赚了指数不赚钱的。

为什么？因为出现了新的结构性变化。

如果说2003年以后，不转变观念改投资绩优股，还是死守老观念，对深度套牢的垃圾股品种不放弃，则完全有可能错过2003～2005年绩优股的机会。

2005年中开始股改，几乎所有的股票都出现了机会，无论是绩优绩差，过往涨幅大或跌幅深的股票，基本上都有股改行情。

但从2006年6月以后，市场在一轮普涨之后又开始了结构性的上涨（2003年以后是结构性下跌，大多数下跌，有少数股票不跌反涨）。现在的结构性上涨则是半数以上股票没有跑赢指数，只有成分股、绩优股、部分题材概念股跑赢了大盘。

事实上，A股市场的结构性调整背景和原因都很深刻，其中，最直接、最主要的原因是投资者结构和市场制度发生了重大变化。QFII大量进入，不但从资金量上，更从理念上颠覆了以往的方法和经验：涨了的股票还能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再涨，只要它的业绩和核心竞争力还在增长；跌了的还能再跌——因为它实在不值那个钱。随着社保资金，尤其是保险资金的直接入市，那些战略品种、稳定分红的价值型品种，其底线愈发坚实。

习惯了追涨杀跌、被逼周周排名的共同基金们，在这轮竞争中走得比较艰难。因为制度性因素决定了他们不能用长线的眼光、耐心地持有来化解短期的风险，获得长期的超额收益。

如果说2003年以前，我们的博弈对象是散户，只要大体上扭转了思路，转向绩优股阵营，基本上就是站在胜利者一边；但2005年以后，绩优股经过两年的恢复性上涨，也开始了分化。行业是否有足够大的空间、行业竞争格局是否有序、微观企业是否具备足够的长期竞争力，都决定了不同的投资者眼光的不同。投资的绩效也是有差异的，或许一年两年还不明显，因为2006年有半年时间是普涨的，但随着时间的推移，随着复利这一世界第八奇迹的巨大威力的发挥，不同投资者之间的差异会越来越大。能否财务自由，能否安享晚年，往往在于一念之差，结果就差得远啦。

随着机构投资者在市场上的份额越来越大，指数期货等衍生产品日益完善，市场上无风险套利的机会越来越少，或者说，对研究、判断力、配置比例的要求就越来越高。长期的成功是依赖一些制度性、系统性的优势获得的，而不是“一招鲜，吃遍天”。我们深感2006年的顺利不代表2007年的成功，机构之间的博弈是更高层次上的竞争。尤其是有先进理念、长期经验、良好风险控制系统的QFII，他们带给市场的不仅有上涨、繁荣，也一定会有暴跌、衰退。香港、台湾市场过去十年的历史给了我们相当多的警示。

要想长期在市场上生存和繁荣发展，是件不容易的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越市场，谈何容易

——基金、信托产品、券商理财产品收益率一瞥

2006－11－18

今年的成功不等于明年的顺利。在一个风险日益积累的市场上，火爆的牛市带给我们丰厚收益的同时，也极大地考验我们的风险控制能力。

2006年的行情快接近尾声，最近看到不少排名，本周《中国证券报》、《上海证券报》分别披露了部分私募基金、券商集合理财产品的收益率情况。其中，私募基金由于情况复杂，有第三方权威清算报告的仅有几家发行信托产品的私募基金。而公募基金由于信息披露一向很多、很公开，我们查找了晨星（Morning Star——全球最大的基金评级公司）统计的一些股票型基金数据。由于基金种类繁多，债券型基金、混合型基金（即将债券、股票配置在一起的基金）暂时不在我们的讨论范围内，我们只关注那些股票型基金。

以下数据是公开媒体上的摘录：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类型	产品（基金名称）	发行时间（基金为本年度）	累计收益率（%）
券商集合理财	东方红1号	2005年6月24日	33
	光大阳光1号	2005年4月28日	52.83
	长江超越理财1号	2005年5月30日	17.11
集合信托	赤子之心（中国）集合信托	2004年2月20日	106.6
	赤子之心投资哲学集合信托	2005年1月25日	76.58
	明达证券投资集合信托	2005年11月28日	73.57
开放式基金	富国天益价值	本年度收益	92.19
	华夏大盘精选		108.99
	广发小盘成长		99.14
	景顺长城内需		104.39
	上投摩根中国优势		99.55
	上投摩根阿尔法		105.6
	银华核心价值		93.96

在这里，我们选取了2004年、2005年中等期间发行的集合理财计划和集合信托，以及股票型开放式基金2006年以来的一些数据。2005年中，是指数的最低点，到现在指数接近翻番。2006年年初，指数在1200点以下，全年指数的升幅大约六成。

数据告诉我们，优势的开放式基金的确在收益率方面远远超过了券商集合理财和私募的集合信托计划。尤其广发、华夏等大的基金管理公司在研究、投资决策方面的眼光、策略有长处，而翻看这几个大的基金公司过去几年的业绩，都超越了指数，带给投资者比较好的回报。总的情况是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票型开放式基金目前有90多家，大约10家左右跑输了指数，大部分跑赢指数。可见基金这个群体的研究、资产配置能力是高出一截的。

私募的数据很少，从公开披露的几家看跑赢了指数，但似乎比开放式基金里的第一梯队尚有一点差距。

而券商集合理财产品则跑输大盘，低于大部分基金的收益水平。

另外一个层面的话题是，这些机构获得远远超过存款的收益水平，是在怎样的风险条件下获得的？基金评级体系中，有夏普比率（夏普比率由诺贝尔奖得主威廉·夏普（William F. Sharpe）于20世纪60年代研究出来，也是衡量基金风险调整后收益的指标之一，反映了基金承担单位风险所获得的超额回报率，即基金总回报率高于同期无风险收益率的部分。理论上讲，夏普比率越高，表明基金承担单位风险得到的超额回报率越高，投资业绩越好，对投资者越有利——编者注）等专业工具来衡量，我们不展开来描述和讨论。这里想说的是，收益稳步上扬还是忽上忽下，所配置的品种是否高风险、高波动性，这些都决定了基金的长期收益率是否稳定。

对这些因素的思考，让我们再次感到投资不是一件容易的事情，长期战胜市场更不是一件轻松的事情。即使是专业选手，比方券商吧，就跑输了大盘。而东方、光大、长江证券等，均是国内券商中首批创新类券商，研究部门、资产管理部门可是高手云集的地方呢。

不过，今年的成功不等于明年的顺利。在一个风险日益积累的市场上，火爆的牛市带给我们丰厚收益的同时，也极大地考验了我们的风险控制能力。

长期生存、获取超额利润，不是口头上说说那么容易的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000点之上，与其博弈指数的涨跌，不如……

2006-11-24

只要有合理、低估的品种存在，我们就乐于在其中寻找投资机会，而不是凭空想象大盘的波段涨跌

三季度业绩公布的时候，看到钢铁、航运、汽车等周期性行业的公司业绩那么好，我们就说，老“五朵金花”再开，指数可稳坐1800点，上看2000点。没想到市场这么快就上2000点，5年的连绵下跌竟然在十几个月就收复失地，这不能不让人感慨牛市的力量。

1500点以来，就不断有人看空，不断有人说风险；有人衣锦归故里，有人漏夜赶科场。在此期间，大盘蓝筹涨50%多的比比皆是，小盘绩差股跌50%也不少见。

记得11月初的周末，我在海南度假，一个朋友问我对大势的看法。我反问她，你现在看好什么股票？她说工商银行啊，现在还是原始股呢，别看指数在1850点。我说，那你还问我干什么？电话在心领神会、高度默契中愉快地结束了。

现在是2000点的位置上，我们依然面对指数的风险和机会。要说获利回吐的压力，指数跌到1800点有何不可？甚至是更低点位，也是符合技术分析理论的。尤其是这两天领头的万科和招行出现调整的时候，说调整、回避风险的人更多了。

但是，目前点位上，涨到历史峰位2245点，甚至更高，也不是不行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

啊。毕竟我们还是可以找到十几倍市盈率、分红息率远远超过储蓄存款的港口、高速公路股嘛！

可见，指数涨跌和个股表现、投资者的赢利差异是相当大的。由此，更坚定了我们对大势的观点——只要有合理、低估的品种存在，我们就乐于在其中寻找投资机会，而不是凭空想象大盘的波段涨跌。

巧的是，香港《信报》曹仁超先生最近撰文也说，股市牛熊时代俱往矣！今后美国经济将进入三低阶段——低利率、低通胀、低增长。美联储的大政方针目标是通胀，在这样的大环境下，“大势如何走”越来越不重要，个别行业兴衰才是投资思维主流。由于金融工具发达，大量对冲行为令短期波幅扩大、长期波幅收窄，即便是危机四伏的美国房地产，也早有各种衍生工具悄悄转移了风险，所以他认为美国楼市不至于出现崩盘。

还是回到我们的主旨，坚持一贯的思路：好企业是我们的根本，我们不与市场博弈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌破 2000 点？
——2007 年，放慢脚步，等待灵魂

2006－11－28

我们唯一能做的，是找到那些能超越经济增长、行业发展速度的优势公司。伴随其成长，方能获得超越市场平均收益率的成绩

王石从山上下来，说了两句话，一句是，请放慢你的脚步，等待你的灵魂。另一句是，山在那。他在新浪的博客就叫“山在那”。

2006 年的行情大约算是收官了。保不保得住 2000 点，那是神仙的事情。对于我们来说，即便再跌，翻番以上的利润是肯定有的。而对于很多人来说，再跌下去，2006 年的收益率就很难看了。

这些天和朋友讨论，话题渐渐转到 2007 年的思路上了。我一直认为 2006 年市场是送给了我们额外的红包，原先年初的预期就是 30% ～50% 的，没想到有这么好的收益。

我的观点是，1000 点以来的收益率包含了三个组成部分：

一、是股改的部分，大约 10 送 3 的对价，差不多对应 30% 的上涨。

二、是业绩自然增长。中国的 GDP 增长这些年都保持在双位数附近，按理说，多数企业的业绩应该有差不多的增长。由于股改等因素，2007 年上市公司的业绩增长尤为突出，远高于 GDP 的增长，大约有 20% 的水平。因此，这一块加上股改的 30%，其实就是 50%。也就是说，2006 年 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份1500点以下是恢复性上涨，是普涨行情，人人有份的。

三、是估值的提升。即金子、银子原先标的是豆腐或者稻草的价钱，后来价值一发现，就重新标到金子、银子的价格了。这个过程从2003年就一直在进行，那些为数不多的中国优秀公司、在全球背景下有优势的企业，它们的估值远远低于国际水平、低于国内平均水平、低于垃圾公司，所以，自然就有一个价值回归的过程，而且这个过程进行了一大半，还没有结束。那么，这部分的市值增长，就是“一九现象”或“二八现象”了，只有部分公司、部分投资者能享有这个利润。所以，这也就解释了为什么从7~8月份以后，多数人感觉赚了指数不赚钱。因为该价值回归的个股到1500点已经回归完了，它们其实已经没有太多的空间。

当然了，有人会说上证指数有大盘股上市虚增的部分，那看看深圳成分股指数吧，虚增成分很少。但从8~9月份起，该指数也是屡创新高，已经超过了2001年的高点。而带动这个指数的是万科、深发展、中集等股票。所以，单说上证指数有大盘股上市虚增的部分，而忽略优质公司估值提升，是片面的。

现在说2006年的收益由这三部分构成，基本也是马后炮了。市场不需要事后的解释，我们需要的是2007年的判断。

我们都知道主人与狗的比喻：狗就如同市场情绪，主人就是经济实体或企业实体。实体的经营是缓慢但趋势较为明朗的，狗（市场情绪）则是波动的、快速变化的。经济实体刚刚好了一点，狗儿可能已经跑上了山巅；企业季度业绩下滑了一点，股价（市场情绪）可能已经降到了冰点。所以，经济不过增长了10%，股价（狗儿跑步）已经上下来回了好几个圈。

展望2007年的市场，首先是没有了股改的红包，反而是有了“大非”、“小非”源源不断地套现。在股改刚开始的时候，股改进程、方案以及券商投资银行部门的测算都被人仔细看过、研究过，媒体、研究机构纷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纷参与讨论，初期的股改方案几度被否。现在的股改试问有几人认真在看？而与此类似，“大非”、“小非”刚刚出笼的时候，比如中信证券、民生银行的小非要上市前，市场还会谨慎担心，恐怕到2007年、2008年，大家就会都麻木了，随着大量低成本非流通股的出笼，那些标着金子、银子、珍珠般价钱的豆腐、稻草，甚至是垃圾，不知该会如何？想来令人不寒而栗。

其次是估值提升的动力不足。上个周末，有媒体约我写点2000点的感想，我说，2000点的市场既考验眼光，也考验耐心。因为牛市行进到这里，要说没风险，那是瞎说，要说股票通通都物廉价美（即使是好公司）也似乎有点夸张。除了少数公司的估值低于国际标准，大部分中国企业的估值都是不便宜的（虽然优秀的成长的确比海外很多公司要强）。所以说，成长型公司，市场已经用30～50倍市盈率反映了它们的高增长了。剩下的，只有经济增长，企业内生成长带来的收益了。假设万科2006年我们给予它20倍市盈率，2007年还给它20倍市盈率的定价，它的业绩增长了30%，那么股价也就只有30%的增长了。

十年前，刚刚接触到巴菲特其人、其事的时候，并不觉得每年23%的收益率有啥了不起。因为在我们这个新兴市场上，每分钟都有50%，乃至翻番的机会！随着年龄渐长，阅历渐丰，知道地心引力无所不在！回归到经济增长的那条曲线，是逃不掉的宿命！

我们唯一能做的，是找到那些能超越经济增长、行业发展速度的优势公司，伴随其成长，方能获得超越市场平均收益率一些的成绩。通过这些点滴的超越，以时间、复利来计算，才能成就伟大的投资，积累大量的财富。

2007年，让我们放慢脚步，等待灵魂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再看存款大搬家

2006－12－12

市场之强出乎预料。看来我们的谨慎有点杞人忧天了！我们不得不反思市场的演变以及背后的原因

我们之前说，2007年应该放慢脚步，等待灵魂。因为当时我们认为，A股公司不能算很便宜了。如果能调整一下，给2007年留点空间，则是最好的。套用一句股评的俗话：千金难买牛回头。

可是，市场之强出乎预料。看来我们的谨慎有点杞人忧天了！我们不得不反思市场的演变以及背后的原因。

一、基金火爆发行，钱从哪来？——居民储蓄存款

此次市场走势之强，其中一个重要因素是基金的火爆认购和发行。令人惊骇的是，嘉实一天就发行400多亿的基金！这创下了单日募集金额的全球最高记录（2006年12月7日，嘉实策略增长基金发行，仅一天时间就募集了419亿份，有效开户数超过92万，成为目前为止国内首发规模最大的基金——编者注）！

如果说这是偶然现象，那也就罢了。不那么吸引眼球的是老基金的持续营销，一些基金大比例分红，令其净值很快下降到1元，认购者总感觉1元买的是“原始股”、“原始基金”。所以，老基金的持续营销也很可观，几百亿资金就顺利进入基金的管辖中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个国家的钱总地来说就那么多，跟一个家庭类似。如果是基金、股市里的钱突然多了，而且多了很多，则一定是有一些地方的钱逐渐少了。2006 年以来，居民储蓄存款的增幅一直在下降。如果仅仅是增幅下降倒也罢了，大家只是少存了钱，挣到的工资、奖金都消费或投资去了。

尽管有分析文章说，存款减少是大家用于消费，或者说存款的大户并非普罗大众，而是机构和富裕阶层。但不可否认的是，证券公司的开户柜台是繁忙不已，保证金存款大幅增长。央行统计中的另一个数据是，10 月份，证券公司客户保证金比上个月增加了 2161 亿元，同比增长了 182.9%。加上基金超级火爆的发行，我们有理由认为，部分银行资金已经通过基金等方式，逐渐地、持续地流入了证券市场。

二、为何存款要从银行搬出来买基金？——财富效应使然

形成这种不寻常变化最大的原因是什么呢？我们认为，是股市的赚钱效应开始发挥作用，人们趋利避害之心开始蠢蠢欲动。至于我等书生们口干舌燥分析的企业投资价值之类，那倒是其次的。要说投资价值，2005 年肯定比现在更有价值、更有安全边际!!

我们都知道，存款一年的利息也就 2% 左右，可基金投资者们 2006 年的收益至少是 50% 啊，2% 相比起 50%，或者 100%，怎不令人动心？因此，我们判定，400 亿基金的出现仅仅是储蓄资金大规模、持续流入证券市场的开始!

2005 年整个基金行业的销售不过四五百亿，而此次嘉实一次发行就是 400 多亿。10 月份的数据是，基金发行已经 3000 亿，差不多是过去五六年基金累积的总量。加上 11～12 月的发行，2006 年基金规模的扩容幅度比指数的上涨还多!

三、存款流入股市，历史上有怎样的奇迹？——深成指从 1500 点到 6000 点，或上证综指从 700 点到 1500 点

既然存款流入股市不是一两天的事情，百姓的觉悟要从一线城市逐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩散到二线、三线城市，要从敏感的富裕人群逐步影响到中等收入甚至低收入人群。那么，这个趋势和过程就是相当地惊人了。

拿1996～1997年行情的例子来说明。1996年4月取消保值贴补，5月降息的时候，深圳成分股指数已经从年初的1000点涨到1500点左右了，即便是涨了50%，后面还有更大的上涨。1997年中，深圳成分股指数就已经是6000点了，是1500点的4倍！

从上证综指看，1996年5月的时候大约是700多点，比年初500多点涨了约3～4成，1997年中的时候，上证指数是1500多点，比1996年5月的时候涨了一倍多。如果再展望到2001年的2200点，也是3倍多。

我们当然不是说因为存款从银行搬到基金，投资股市，现在的指数就要涨4倍到8000点，或者至少涨一倍，到4000点，这样的简单类比是非常不科学的。因为1996～2001年牛市有很多的原因，资金充裕只是其中一个因素。当时的市场规模比现在小很多，投资者结构也很不同。

相反，在赚钱示范效应下，市场已经不是专业人士在小圈子玩了，而变成了越来越多的非财经、金融人士街头巷尾的交谈主题。当越来越多的资金流向一个并不太大的市场，风险也开始越来越快地聚集。至少，想要寻找到又便宜又好、成长又迅速的股票，现在比2005年难多了！

四、此次资金流入与上次存款搬家的本质不同

总的来说，随着基金大规模发行，老百姓终于醒悟过来，不能存款，要去主动理财、去投资，这是好事。往大里说，百姓会逐渐关注证券市场、优化资源配置，对企业行为形成无形监督。往小里说，还有源源不断的资金进来，对于我们这些已经猫在里面的人当然是再好不过的事情了。

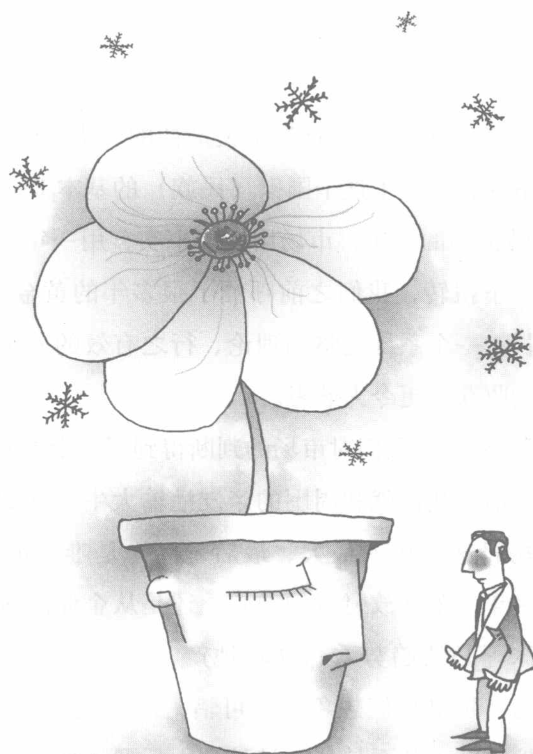
另外一个好消息是，1996年那次银行资金流入股市，其投资是百姓自主、非专业进行的。换言之，“技术含量”有限。市场没有体现出很好的有效性，绩优股炒完，再炒垃圾，最终是鸡犬升天，几乎是没有10元以下的股票了。这次牛市则是基金、QFII等专业机构完全主导了市场潮流、热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。缺乏专业知识和足够时间、精力的普通散户，会逐渐认识到投资是件专业的事情。因此，本次资金从银行流入股市，相当大一部分是通过基金这个渠道进行的。

我们认为，尽管基金经理的水平良莠不齐，但总地来说，基金管理公司有良好的研究平台、公开的决策程序、高效的数据库系统，能较为容易地避免显而易见的陷阱和烂公司，市场的有效性大大提高。简而言之，存款资金通过基金这个渠道流入股市，绝大部分的资金还是要买大盘蓝筹股的。

因此，我们就幸福地享受牛市吧！尤其是从 2007 年开始，是充满了泡沫味道的牛市。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广阔、高远的视野，系统的方法论是决定性的
——难忘 2006（一）

2006－12－18

有一个广阔、高远的视野，形成一套系统的方法论，是多么的重要！这些东西，不仅能运用在投资中，而且能指导生活、人生

每个国家（民族）都有一些时刻是关键性的、决定性的、转折性的。这些时刻的一些事件，决定了这个国家（民族）的基本 DNA 或特性。

2006 年也是转折性的一年，市场用铁的事实，用一年多的时间，就把下跌 5 年的颓势一举扭转，我们之前呼吁了很多年的黄金牛市终于出现。相比起财富的增长，一个系统完整的理论、行之有效的方法论得到市场证实，是我们更大的收获，更令人欣慰。

细数 2006 年，首先是我们对市场的判断得到了完全的验证，甚至是超额的验证。两三年前，我们就和周围的亲友灌输大牛市的观点，而且一再强调，这可能是我们这一代人最大、最后，也许是唯一的一次战略性机会。无论从二十多年改革开放财富的增长，还是从企业的盈利能力以及通货膨胀、资产泡沫等必然趋势看，这轮地产、金融的大牛市是一定会有的，而且是巨大的、超出我们想象的。可惜，周围能听信我们的人不多。更多的人是怀疑地沉默，甚至是列举种种理由反驳。例如，中国股市的不规范、赌场论、上市公司的造假等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倘若我列举具体公司，例如万科、招行等，人们又会举出更细节的理由，比如招行既不是国内银行中最大的，也难以和外资银行（花旗、汇丰等）抗衡；而地产公司中，他们认识的××公司利润率是万科的n倍，可见万科和其他上市公司一样，是截流了利润，也基本是骗子一类。我发现，一旦介入到具体公司中，对方要么是偏离了主题，要么就是对细节纠缠不清。

因此，我深感，有一个广阔、高远的视野，形成一套系统的方法论，是多么的重要！这些东西，不仅能运用在投资中，而且能指导生活与人生。投资不过是人生的浓缩而已。过去几十年的人生经历、几次牛熊市的起伏，尤其是2002年以后在香港市场的实践，2005年所供职的证券公司的倒闭，都让我们大开眼界、深受震动。投资方法论得到快速提高，所以2006年的成功，不是偶然，而是必然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年的利润构成

——难忘 2006（二）

2006－12－22

指数上涨的最大部分、我们收益构成的最大的那部分是估值的提升

2006 年显然是收获丰厚的一年，共同基金大体的收益率在 50%～70%之间，大约有 30～40 家基金的收益率超过 100%，这是银行存款如瀑布般涌向基金的最重要原因。我们 2006 年的收益率也远远超出预期。年初和朋友聚会，说 15% 收益率算及格，20%～30% 算良好，50% 算优秀，现在看来，这简直是把未来几年的优秀都提前透支了。

岁末年初，回顾这段历程，沾沾自喜是毫无意义的，2006 年的成功不等于 2007 年的顺利。认真思考此等收益率来自何方，可否持续才是最重要的。

我们在《跌破 2000 点？——2007 年，放慢脚步，等待灵魂》一文中，分析了 1000 点以来的收益率包含了三个组成部分：

第一是股改的部分；第二是业绩自然增长；第三是好公司的估值提升，对应的就是垃圾公司的估值回归。因垃圾公司估值本来就高，股改后降低了一点，仍然是高，所以，5～6 月份后出现二八现象。好公司呢，因为业绩增长持续，静态估值低，动态估值更低，因此得到基金等理性机构投资者的高度认同。比如我们重点持仓的万科吧，以其 2005 年业绩计算的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率，在 2006 年 1 月是 11.5 倍，目前是 40 倍，提升了 3 倍。即使以 2007 年预期收益计算，目前价格也是 20 倍左右的市盈率，比年初提升了 74%。

如果说万科的情况只是个案，那么市场整体数据是，年初成份股指数的市盈率大约是 13 倍左右，现在是 18 ~20 倍，提升了约 50%。

可见，指数上涨的最大部分、我们收益构成的最大的那部分是估值的提升！好公司如同美女，越看越美，越美就越多人去买。因为它们不仅有业绩增长那部分，还有估值提升的那部分，加起来就相当可观了。很多公司 2006 年业绩增长在 30% ~50%，估值提升了一倍左右，股价自然是上涨 1 ~2 倍的。

年底参加一些证券公司举办的策略报告会，发现研究员对重点公司的盈利预测并没有改变，但估值却发生很大变化，因为大家一致把市盈率定价提高了！例如，对制造业的公司目前的市盈率大约是 10 倍左右，2007 年不少分析员预期能有 10% ~20% 的业绩增长，估值提升到 15 倍市盈率，因此，大致认为这些公司明年有 50% 以上的市场机会。

从目前的全市场市盈率、各细分行业龙头公司的成长情况看，我们基本同意这样的思路。因此，2007 年市场的总体估值水平仍有提高的空间。

当然，这也和资金充裕是息息相关的，甚至是互为因果的。这样的情况持续下去，则会逐渐聚集风险，这是我们最担心的。

另外，最近媒体在热炒定价权回归的事情。在我看来，金融产品是很虚的，虚拟的东西，如奢侈品等非必需品的定价权，在很大程度上是看供求关系的。国内热钱如此充裕，流动性如此泛滥，基金如此好销，而做空机制又尚未健全起来，看来定价权回归是很快的事情了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抢占资源是头等大事

——难忘 2006（三）

2006－12－28

那些得到国家垄断资源的大公司，有极大概率在这个阶段获得超速发展

在 2006 年行情中，涨幅最大的公司当属行业龙头，以及大市值公司、指标股。呼唤了很多年的一些成熟市场规律性的东西，逐渐在 A 股市场上实践了。例如，大公司享有溢价；指标股享有溢价；行业龙头公司享有溢价；有研究员关注、点评的公司才有较多成交量；没有被主流券商纳入股票池的公司鲜有机构关注、成交淡静，等等。

在参加了一些券商年度策略会议、阅读了很多券商策略报告后，我们认为，招商证券的这份策略报告是最大气，写得最精辟的。他们对于投资的选择是这样的：

紧抓行业龙头

我们有一个观点：选股是一次长跑！一般已经跑在前面的公司继续跑在前面的概率更大。尤其这几年从泛滥竞争中突围而出的公司，前面已是广阔的市场，一马平川的感觉。所以，我们的基本主张是买白马。虽然不是买在山脚，但如果相信中国政治稳定、经济持续繁荣，这些白马也还刚刚离开山脚而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，长跑下来，龙头最后也有可能跑输了。比如凯马特（英文名为Kmart，现代超市型零售企业的鼻祖，曾经是世界最大的连锁超市、世界最大的零售企业。后被沃尔玛等新兴折扣连锁店赶超——编者注）最后输给了沃尔玛；CC（英文名称为Circuit City，中文名翻译成电路城公司，是世界上较知名的消费电子产品全方位零售商，1977年在美国创建，1984年首次公开发行股票——编者注）最后输给了百思买。但是在1985年沃尔玛跑到前面的时候，在1996年百思买跑到前面的时候，再换成沃尔玛和百思买也来得及。

我国股票市场的结构性调整进行了两年，但还远远没有完成。例如国内白酒，认为茅台涨了，别的也要补涨，谁也不落下，抱着这种思路是肯定不行的。张裕这么涨，香港的王朝就是不涨；中集这么涨，香港的圣狮就是不涨，这就是行业里跑在前面跟跑在后面的差别。

除了已经跑在前面之外，当然还会有其他一些条件。比如，行业必须是旺盛的行业，佛山照明也是行业第一，6%的市场份额，比万科在房地产中的份额还大，但灯的行业增速全球只有2%，国内也不过5%，比房地产的行业增速就差得远；而且，管理层要透明。当年跟万科同时代的深圳金田都已经倒闭了，管理层的差别在长跑中最见分明。

这是我们的基本观点：买行业龙头。拿到它不是行业龙头时再说。这是一个抢占战略资源的问题。现在不是抓热点，而是怎么确保自己搭上车。2007年中移动之类的大蓝筹回来发A股后，2008年就没有东西发了，战略资源就这么多。外资很清楚这一点。

他们的观点中，有两点是我们非常认同的：第一，大公司、好公司胜出的概率大大高于小公司、弱公司。在这一点上，我们尤其要注意到目前国家的总体战略和行业的竞争格局。改革开放前半段，比方2000年前，国家很多政策、战略还没有确定下来，因此，在20世纪80～90年代快速发展起来的是轻工业，那些行业中以民企居多。而2000年以后，尤其是加入世贸组织，成立国有资产管理委员会之后，国家战略变得相当清晰了，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是倾一国之全力，扶持100多家大型央企做大、做强。汇金公司注资各国有商业银行就是最典型的举措。而对中国人寿和中国平安两家保险公司，国家显示出对中国人寿这个“亲儿子”毫不吝啬，甚至是过分的支持，例如南方电网、中信证券、广发银行等大比例的股权，都令它得到巨额的垄断利润，而中国平安这样的机会却比较少。

近期，国资委最新部署明确表示，对关系到国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，国家要保持绝对控制力。这些行业包括：军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等。目前央企有161家，到2010年，调整到80～100家。因此，剩余的这些大型企业将得到国家资源的大力扶持和政策倾斜。

第二，我们一定要意识到，那些得到国家垄断资源的大公司，有极大概率在这个阶段获得超速发展。而我们知道，2007年中人寿、中移动之类的大蓝筹回来发A股后，2008年就没有东西发了，战略资源就这么多。外资很清楚这一点，几只银行股就是典型的战略资源。就这几家，今后几十年也就是这几家了。所以，我们要确保自己搭上这艘战略性的航空母舰！

这个观点跟我们一再强调的观点非常一致。就像巴菲特所说的，珠峰是一座高山，你不需要是天才就能发现这一点。这么清晰、简单的道理，任何一个基金公司的研究总监、投资总监、有点脑子的基金经理都会明白，所以，它们成为基金必然要重点配置的品种。

它们的筹码十分稀缺和珍贵，又因为持有的人大都是长线买家，浮动筹码少，所以新基金只能往上买。

抢占资源，是头等大事！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超级想象力 vs 客观冷静
——难忘 2006（四）

2006－12－30

> 对中国的潜力、13 亿人口的需求，有时候是需要超级想象力的

虽然我们这些年一直是乐观派，但面对现在热潮澎湃的“黄金十年”的口号，我们既认同也不完全认同。我想了两个方面的问题。一、我们不要盲目乐观，要清醒认识到 A 股市场的估值目前是不便宜的。二、牛市有牛市自己的理由，我们也需要有超级的想象力。

我们先说说第一方面。此轮牛市被定义为超级牛市，或“黄金十年”，原因不外乎以下几个方面：一是中国经济高速增长、财富膨胀之后，必然要选择一个投资渠道来宣泄，升值起到加速、催化、强化的作用，基金超大规模发行不过是其表象；二是制度建设、制度层面的改善在微观上把经济增长传导到企业层面，比如原来的上市公司只是大股东的提款机，现在大股东股份可以全流通了，就反哺上市公司，做好业绩，拉高股价。管理层激励不过是从制度层面保证了管理层行权期间，利润向上市公司输送；三是估值处于相对底部，安全边际较大。从这三方面的因素看，估值的安全边际现在已经几乎不存在了。全球主要资本市场的市盈率很少有超过 20 倍的，而深沪成份股 2006 年市盈率已经 20 倍了。

再看管理层激励。虽然我们认为管理层激励制度是很长、很大的一个改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变，但在短期业绩增长之后，负面因素（道德风险、公司治理层面问题）可能更大。而且制度性的东西如同念经，经一念歪，就变成了坐庄。过去的历史已经告诉我们，即使是质地不太差的公司，例如大鹏证券自营股五矿发展，坐庄的结果也是很惨的，除非你有永不枯竭的资金。而绝大多数公司的业绩增长是不能长期持续的。短期爆发之后何去何从？进庄容易，出庄难。

最后剩下的就只有一个经济增长了（或者说部分行业、公司的增长）。正是这一条，其中的一些行业和公司让我们兴奋，让我们看到希望。

从大的产业发展脉络上看，1998 年以前是轻工业、民营企业、乡镇企业大发展的阶段，因此，1996～1997 年牛市中炒的是四川长虹，这是有道理的。自亚洲金融风暴之后，国家启动了财政、国债资金搞基础设施建设，之后是重化工业得到大的发展，而这两个领域都是国企的天下。因此，2003 年以后我们投资港口股、“五朵金花”，表层的原因是这些企业业绩好，背景层面的因素还在于国家的产业重点、拉动 GDP 的领域已经不是轻工业了。加入世界贸易组织 5 年后，出口拉动的效应已开始递减，中国制造已经在全球每个角落开花。因此，制造业公司的空间、优势、估值都是有限的了。这里我们不妨看看什么行业是洋鬼子们最想进入的，占经济的比重最大的，最有垄断利润的。

比如说，金融行业。目前阶段，中国经济已经渐渐从“实”走向“虚”，从有形的代工（OEM）（Original Equipment Manufacturer，原始设备生产商。通过这种方式生产的产品是为品牌厂商度身订造的，生产后也只能使用该品牌名称——编者注），过渡到设计、开发这些无形的、虚的层面上。在这个过程中，广义的金融行业、软件设计开发等高附加值的行业开始发挥越来越大的作用。GE（General Electric，即通用电气，世界上最大的电器和电子设备制造公司——编者注）的演变很能说明问题。虽然公司名称从开始到现在百年未变，但它利润的半壁江山已经是金融（包括 GE 金融、GE 信贷等）。GE 是美国经济的一个缩影，它表明，美国经济的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一半已经不是制造业，而是金融、软件等虚的东西。

国泰君安研究所所长李迅雷最近有篇文章，其要点就是中国的金融深化问题。比如，企业不通过财政部的审批就可以发行短期融资券；被认为是资产可能存在问题的四大国有银行有三大银行已经证券化上市了。可以预见，今后资产证券化的步伐依然不会放慢。而从我们的日常生活看，过往的几十年，我们不过是在银行存点钱而已，现在，通过银行做按揭、使用信用卡、买理财产品（包括保险、基金等），用银证通炒股票，等等，混业经营带给银行的是翻天覆地的变化，是令人惊叹的利润增长。

因此，我们判断，金融在未来中国产业结构中的地位，它在整个上市公司体系中贡献的利润还将大幅增长。

简单地说，经济发展到目前阶段，已经不仅仅是简单地再生产、机械地扩大工业企业产值和规模，或者是盲目出口。经济发展模式的改变、产业往更高端的领域渗透，不仅使得经济总量不断扩大，而且要依赖金融深化来促进和推动这些变革。因此，中国的金融行业（银行、保险、证券）的盈利模式、利润空间发生了质的变化。而这些惊人的增长，我们已经从房地产行业、房地产上市公司那里领略了一回：2003 年万科的税后利润不过 5.42 亿元，到 2006 年就可以超过 20 亿元了，或许 2007 年可以超过 30 亿。这是需求集中释放的结果，也是行业里龙头公司高速增长的结果，更是这些好公司的优秀管理层心血付出的结果。

所以，对中国的潜力、13 亿人口的需求，有的时候是需要超级想象力的。还是让我们回到产业、行业、企业这些更加具体的层面上，努力寻找到在中国这么一个巨大的经济体在繁荣阶段中处于高景气度的行业，以及行业的龙头公司。

毕竟我们是一个巨大的经济体，处于温带的气候、广袤的国土、众多的人口、稳定的制度，比日本、北欧、中东等地区有很多的优势，这些优势仍在持续发挥。且让我们继续分享这轮超级牛市吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年初首日 K 线 = 年 K 线?

——2007 年思考（一）

2007 - 01 - 07

K 线不过是市场先生频繁的出价而已，公司经营状况才是决定性的

市场从来都不会按照人们的主观意图来演变。到 2007 年首日开市，上证指数最高 2847 点，真是超过了绝大多数人的想象。我们在 2004 ~ 2005 年预测的很多股票在牛市高峰时候的价格已经实现。

这样大幅上涨的结果是什么呢? 举个吃饭的例子，就是假如平时每顿吃两个包子，某天包子特别好吃，一口气吃了八个，那么下顿饭还有胃口吗? 深沪股市在 2005 年就像一个饥饿很久的人，食量比平日大点可以理解，比如那顿饭该吃四个包子，但一下子塞进十个八个包子，可预期的结果是，下顿饭没有胃口，要等比较长时间，消化差不多了才可以正常进食。

所以，我们对 2007 年的预期是很低的。

有意思的是，2007 年第一天的 K 线是长上影线的假阴线。长上影线表明上方压力比较大，阴线表明收市的时候多方力量不如空方强大；但最终收市价格比前一个交易日要高，所以是假阴线。这表明实质上总市值还是增长了的。

我跟朋友说，这恐怕是 2007 年全年交易的一个预演呢。就是说，2007 年有一个高点，会比 2006 年收市价格高不少，但之后会有较大幅度回落，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全年最后的收市仍然会高于2006年，虽然中间的波折很大（2007年的走势也的确印证了作者年初的戏言。上证综指以2728点开盘，最高涨至6124点，最终年收盘于5261点——编者注）。

后来，又翻看了2006年的首日K线和全年的K线，都是光头光脚的大阳线。好像有点意思！

再后来，把2000～2005年首日K线和全年指数K线都对照了一遍，发现2000～2006年的7年中，有5年是一致的，只有2001年和2004年是不对应的。看来首日K线预测全年K线的准确率还是蛮高的！

当然，这是戏言。指数，尤其是上证综合指数的年线，跟新上市公司、权重股（大盘指标股）业绩，及机构认同度、政策、资金面等有很大的关系，而单日K线更多地反映了当时那个阶段的市场情绪。按照巴菲特的话说，K线不过是市场先生频繁的出价而已，公司经营状况才是决定性的。所以，我们并不把年度首日K线预示全年走势的事太当真。

但不管怎么说，我们认为2000点时候对应的大约是深沪300指数18倍左右的市盈率，而现在2500点以上，差不多相当于成分股票22倍左右的市盈率。由此看来，2007年的安全边际已经很少了。以工行的例子来说，它的市值超越花旗，成为全球第一大市值的银行，实在是有点过分了，毕竟它的盈利能力、治理结构、全球竞争力与花旗不是一个层次的。

总地来说，我们对2007年不报乐观预期。能指望的，也就是保持目前的市盈率水平，赚到上市公司业绩增长的那部分增值。而假如全球股市出现下跌，资金从新兴市场撤出，A股市场估值水平下降，则上市公司业绩增长的那部分，顶多也就能顶上市盈率下降的那部分吧。

换言之，2006年市值不翻番简直就是浪费了大好牛市，2007年则是能保本已经算不错了。

看到券商的策略报告都那么牛气冲天，我们真希望自己的谨慎是多余的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心态决定收益

——2007 年思考（二）

2007－01－10

我们愿意冒比较小的风险，赚取中等收益；
而不是冒很大的风险，赚很大的收益

2007 年的市场开年就很波动，投资者之间的分歧很大。我们虽然对 2007 年持保守态度，但也不排除市场会超级强劲，甚至超越 2006 年。

面对一个不确定的市场，关键是要有一个良好的心态以及对事态略微超脱的观察和把握。

首先，我们需要确定市场的性质，看在几年内是否还能蓬勃发展，而不是太关注眼前几天、几周的变化。

其次，选择品种仍然是赚钱最重要的一环。按照郑拓的观点，2006 年的好股票在 2007 年仍是明星。这回答了一个疑问，就是很多投资者认为，茅台、招行、万科涨多了，应该去买低价、涨幅小的股票。郑拓的解释是："任何事情发生的背后必有理由。如果某些股票成为 2006 年的明星，而其背后的理由并没有消失，那么，这些股票仍然有可能成为 2007 年的明星，只要其估值还没有远远偏离合理水平。"

我们也坚持自己在《抢占资源是头等大事》一文（参见本书"知道怎样做比预测更重要"部分——编者注）中的观点，就是好公司长期保持高成长的概率，远远大于小公司和差公司。最近一个朋友总结说，关于小公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司成长性好于大公司，其实是统计的误区。小公司失败的概率太大，大量小公司都破产、消失了，而剩下的，成长为大公司的，其累计成长性当然高于现在已经稳定增长的大公司。但大公司破产、消失的概率要小很多。用招商证券那份策略报告的观点就是，小公司的成功概率和大公司的死亡概率一样地小。所以，在投资所谓的拐点型企业的时候，风险控制显得尤为重要。

我们的态度和观点一如既往，虽然我们赚不到绩差股乌鸡变凤凰的暴利，也自然不会遇到绩差股万一变不成凤凰的亏损和失败。我们愿意冒比较小的风险，赚取中等收益；而不是冒很大的风险，赚很大的收益。

最后一点感慨是，这两年，大家的身家、市值都出现大幅上涨，但未必所有的人都觉得快乐指数同幅度上涨。那是因为我们期望自己成为大富翁，而没有想清楚自己要过怎样的幸福晚年生活。

在我看来，子女争气、能自给自足、过上中产阶级的生活；我们自己能在环境优美的社区有一处安静的居所；每年有一个稳定的、比较宽裕的现金收入（无论它来自退休工资、股票债券分红或者房租租金）；身体健康，就是最大的福气。

做到这几点，也难，也不难，关键看各人的心态和造化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万一上市公司业绩增长达不到资本市场贪婪的预期？
——2007年思考（三）

2007-01-16

对于中国经济到底还能高速成长多久、上市公司业绩爆发性增长可持续多长时间，争论是永无答案的，但股票市场容不得我们含糊、犹疑，必须在信息不完整的前提下做出主观的判断

牛市走到现在这个程度，最乐观的预期都显得保守。

分歧自然出现，尤其在洋人那方面。香港股市开年后，恒生指数和国企指数都跌了1000多点，大摩、小摩都开始唱空，那篇著名的《熊在守候》的文章被广泛传阅和转载。但同时也有外资同行不同的观点，另一家QFII法国巴黎证券（亚洲）董事兼中国研究主管欧文（Erwin Sanft）就是其中之一。他认为，在当前点位A股仍有上升空间，并且，从长远来看，A股应该享有比H股高40%的溢价。

我仔细看了这些观点，发现大约是两个角度：看空者从估值的维度看，相当多数的股票是高估了；而看多者的观点则认为，不能静态地看经济和企业的成长。其实，就像中国加入世贸组织的时候，大家对很多行业都担忧，但现在这些行业都发展得很好。早几年，谁能估计到今天中国外汇储备过万亿，部分行业和公司的业绩能如此高速地成长？所以，从动态的角度看，仍有空间。其中，人口红利是一个最大的借口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于中国经济到底还能高速成长多久、上市公司业绩爆发性增长可持续多长时间，这些问题的争论是永无答案的。只有当这段时间成为历史，才可以看得比较分明。但股票市场容不得我们含糊、犹疑，必须在信息不完整的前提下做出主观的判断。

当我们离开白天喧嚣的市场，在深夜静思时，不得不面对一些很明显的事实。例如我们的爱股——万科 A。它可是集万般宠爱在一身的大牛股了，但事实上，它只是一家从事房屋制造的企业，跟一般的制造业没有太多不同。买入原料（土地和其他施工材料），通过设计和施工，形成商品（房屋）来出售，增值部分就是它的利润。这个行业基本是拿到地就能赚钱。万科和其他的房地产公司不过是“趁了土地、房价上涨的势”而已。而更要命的是，万科的业绩增长建立在开发规模逐年扩大，对资金渴求几乎无止境的条件下。照目前这个速度扩大下去，它必然面临资源的瓶颈。

另一爱股——招商银行也是大众情人。从它在香港市场一上市就被追捧得不成样子，就可以看出海内外对于中国概念、零售银行、优秀管理层、即将实施的税改、展望未来的混业经营等等利好的高度憧憬。可是，大家忘记了（或者说是故意忽略），即使全球最好、市值最大的银行——花旗银行，也有一半的收入来自传统业务——存款和贷款。中国的银行即使是最“零售”的招行，85% 的业务是存贷业务，中间业务等不过占 15%。可见，这还是典型的周期性行业，一旦宏观经济回落，这些大行业必然景气度回落，呆坏账比例自然升高。随着拨备（金融术语。指银行贷款损失准备和银行资产损失准备——编者注）的增加，业绩自然下降。

虽然我们很欣赏这些公司的管理层，一如烟台万华、深赤湾、深中集、张裕等优秀公司的管理层，但对于节节高升的股价，我们深感投资者对它们的预期实在是太高了。一旦业绩增长达不到资本市场贪婪的期望值，结果会如何？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在可以说之前的利润落袋为安了

——再谈进二退一地赚钱

2007－02－14

在众多品种之间高抛低吸、游刃有余这样华丽的转身，实在不是一般人能搞定的。我们自认智商和能力都很平平，就只赚取合理收益吧

2007年年初的设想是，2006年赚了那么多，2007年还是保守的思路比较好，能保本或略有盈利就不错了。当时和朋友交流的时候，大家都笑话我们胆小，用熊市思维来看市场。但几周过后，风雨突变，不少股票跌去三成市值，即便是好公司如招行、茅台、张裕等与宏观调控无关，与土地增值税不沾边的股票也跌去两成。

所以，我们安慰自己，也宽慰朋友说，就当2006年12月、2007年1月的K线不存在，股价还是2500点的位置好了，这样会理性得多，自己的压力也小很多。毕竟赚钱是长期的事情，尤其是我们职业做投资的人，不要看得那么短。

经过了这轮疾风暴雨的调整，现在我们安心多了。万科、招行、张裕B大约在15元、16元、35元的价格算是经受了考验，这区间以下的利润应该能算落袋为安了。虽然我们并没有真正地抛出股票，兑现利润。因此，总的来说，经过这轮调整，我们的市值会稳定在2500点以上的区域。

我们不敢说，在两会期间就不再有对地产行业的调控措施了，也不敢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说管理层就认可现在2900点的位置了。2007年上半年，甚至2007年全年在2500~3000点区间波动的可能性都是存在的。但是相信这一轮下跌后，多数投资者，包括管理层对市场性质、前景的思考都深入了一些，对汇率红利、人口红利、制度红利等长期利好因素都更坚定了一份信心；对前景良好的公司来说，每一次洗盘换手，也都坚定了长线持有者的信心，并有效抬高了市场总体的持仓成本。

想到这些，我们还是非常安慰的。希望这次的经历还是进二退一，稳步增长。

至于有很多朋友始终不理解，为什么前期在2700点就担心、恐惧，干嘛不卖出股票，低点再接回来呢?

我这里摘录了一段《证券市场红周刊》“民间智慧”栏目嘉宾艾古的观点，非常精辟：“一只中线高度看好的股票，如果你做差价去了，极可能你就找不到适当的买回来的买点。假如你说，你只要看到回落有适当差价，你就买回来，而不管是否可以成立买点，那么，你就违背了坚持买点买入股票的重要原则，这会打乱你的正确坚固的操作法则，直到有一天，你会严重违背原则，犯下大错。不信，我们来看，很多做差价的朋友，要么不能在合适的位置买回来，要么就还得吃大亏。”

我们承认，有很多人短线做得非常好，身边就有人2006年的利润是十多倍；2007年头两个月就有50%收益。但即使是这样的高手也经常慨叹，做差价做成负的了，股票越做越少。

在众多品种之间高抛低吸、游刃有余这样华丽的转身，实在不是一般人能搞定的。我们自认智商和能力都很平平，就只赚取合理收益吧!

巧的是，今天有朋友发邮件，讲了一个故事，说俄罗斯叶卡捷林娜女皇暮年宴请百岁老人，这些老人大部分生活在乡村，进了皇宫后从来没有见过那么多山珍海味，大吃大喝三天，心满意足回家，结果大部分当年就暴毙。

呵呵，故事有点意思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在恐惧跟前期狂热一样没道理

2007－03－02

做正确的事情，按照道德的标准，按照常理出牌，结局不会差到哪里去。长久积累下来，就是大的成功

“中国股市创十年来单日最大跌幅！”、“中国股市引发全球小股灾！”、“中国人夺回资产定价权！”标题一个比一个更具煽动性！

要说中国人夺回很多商品的定价权，一点不奇怪，中国人多嘛！就从俺这次春节去澳洲旅游的光景看，黄皮肤、黑头发的中国人充斥着澳洲大陆的每个角落。旅游景点、餐馆、旅店，都有中文说明书，有讲中国话的导游，有中文字幕的影片。我感觉走到哪里，都跟深圳的世界之窗差不多——人满为患！

要说华尔街和其他股市因为中国股市跌了而出股灾，多少有点抬高咱的影响力。就以中国股市的这点市值，这不成熟的心态，想成为领先指标，还早了点、嫩了点。

市场大跌的时候，已经没有人追问我万科 A 2007 年的业绩是 0.8 元还是 0.9 元了，而是打听它是否有什么利空，1 月份销售数据环比下降是否意味着不祥征兆。对于大盘，也盛传保险公司巨额赎回、新华社有关文章暗示股市大跌，次日又盛传管理层要用舆论救市等等。

这个时候，我的搭档推荐了一篇文章——《段永平：将网易股票从 0.8 美元坚持到 100 美元》，里面写道：“……投资不在乎失掉一个机会，而是千万不要抓错一个机会。……投机和投资的很大区别就是：其一，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在动用大笔钱还是小笔钱；其二，当股价下跌时，投机和投资的态度正好相反。投资者看到股价下跌，往往很开心，因为还有机会可以买到更便宜的东西，而投机者想的是这公司肯定是出什么事情了，赶紧走人。”

有人问我：市场这么跌，你当真不关心？我说：不关心。本来没有料到万科、招行涨到 20 元的，现在回到 14 元、15 元很正常。而且回到 14 元、15 元的时候，我们很开心，因为这符合它们目前的经营和资产状况。如果有了新的资金，我们又可以大胆买入了。

世界上并没有免费的午餐，各行各业都是辛苦赚钱，凭什么股市就可以一夜暴富？就可以日进斗金？这是没有道理的。所以，回归正常的增长曲线，获取合理的投资利润，才是长久并合乎道德的。

这就像做生意，靠不道德的手段坑蒙拐骗，的确能赚到一些钱，但那样做不大，有可能身败名裂，甚至招来灾祸；做股票，靠虚假陈述和资金优势拉高股价，再倒给散户，虽然一时可能成功，但长远也是必败的。前些年的案例已经够多了。

所以，做正确的事情，按照道德的标准，按照常理出牌，结局不会差到哪里去。长久积累下来，就是大的成功。

不妨看看深沪股市权重指标股的情况。稍微回顾一下最大的权重股——中国银行、工商银行、中石化的走势及人气股——万科、招行的图形，就可以看到，2007 年元旦后它们就开始了调整，到现在已经是 8 个交易周，股价的跌幅也有两成多。倘若我们认为中国经济的牛市、中国的制度红利、人口红利、汇率红利等因素还依然发挥作用，那么牛市中，20% ~30% 的幅度、2 ~3 个月的时间，作为一轮中级调整的话，已经可以接受。

到这个时候，我们如果还恐惧，那就跟 3000 点的时候狂欢一样，都是脑子间歇性短路的症状。

毕竟我们买的是公司，买的是企业的一部分所有权，而不是一个虚拟的指数。所以，建议大家再看看采访段永平的另外一篇文章：《段永平的美国路》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3000 点靠什么赚钱？（一）

2007－03－21

我看无外乎三个方面：第一，靠耐心，等待上市公司业绩增长；第二，市场在资金推动下快速起泡沫；第三，靠特殊能力赚到特定市场环境下的暴利

忙活了几个星期，终于把信托发行的事宜搞定。

这期间我们不断收到投资者的询问，其中的问题主要集中在两个方面：第一，关于申购赎回等制度设定方面的，例如费率，包括固定费率和绩效提成、封闭期、开放日等。作为私募产品，费率设计以及封闭时间等与公募开放式基金相比，的确有很大的劣势。因此，我们一方面恳切告知投资者，信托产品的确有诸多不方便，请投资者慎重考虑后再做选择；另一方面，对于那些认真考虑各种条款后仍能信任我们，把资金交由我们打理的投资者，我们实感责任重大，丝毫不敢怠慢。第二个问题就是，现在指数 3000 点了，你们能赚钱吗？

这是一个好问题，一个尖锐的问题。

我们从 2006 年底就一直认为，这个市场已经很热闹了，而很热闹的地方往往不是好地方。至少对于赚钱来说，安全边际和期望收益率比前几年差太远了。我们大体的判断是，现在的市场属于合理价值区间的中上部位，尚不能说泡沫严重，但也不是满地黄金。

那么，在这样的市场格局下，我们凭什么赚钱呢？我看不外乎三个方面：第一，靠耐心，等待上市公司业绩增长；第二，市场在资金推动下快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速起泡沫；第三，靠特殊能力赚到特定市场环境下的暴利。

我们认为，目前的市场属于合理价值区间的中上部位，我们尚存勇气和信心发行集合信托计划，但由于估值并不便宜，所以，我们不抱过分的幻想，不可能重复2006年的神话。但是，我们相信，时间是理性的投资者的朋友，是好公司的见证。只要我们有耐心，现在那些估值合理的公司能带给我们合理的利润。

关于耐心和时间，以及好公司的价值，且让我列举两个典型案例。

2001年5月烟台万华10送10除权后40元，相当于除权前的80元，2000年每股收益0.42元，当时的静态市盈率是200倍。到2006年，公司净利润大约有8亿元左右，比2000年的5000万元增长了16倍，当时最高点买入的人现在的市盈率下降到12倍。目前的股价是2001年最高点的5倍（复权计算）。

这个非常典型的案例说明，对于真正的长期成长的公司来说，股价高一点，市盈率高一点，是可以靠持续的成长来弥补这个不足的。化腐朽为神奇，这就是时间的价值，这就是复利的威力。

不过，这段让我们久久难忘的历程也是十分值得反思的。虽然这个200倍市盈率的投资个案现在看来是成功了，我们获得了丰厚利润，但也的确是相当缺乏安全边际的：2001年100倍以上市盈率、现在依然茁壮成长的公司，恐怕是凤毛麟角啊！我们宁愿把它当成一个偶然事件，不具备可复制性。让我们来看另外一个成功案例。2003年的时候，我们开始买入张裕，当时张裕A股是15元，B股是7元左右，2002年的净利润是1.1亿元，每股收益是0.43元，那时A股的市盈率为34倍，B股是16倍。2003年，市场已经相当低迷，A股的制造业公司已经出现十多倍市盈率的公司，而B股和香港的H股比起来也不见得很便宜，因为当时有大把净资产打六七折、市盈率是个位数的股票。但张裕的改制、管理层激励以及国内消费的快速增长，使得公司在2006年的净利润达到4.4亿元，因此，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的34倍市盈率已经下降到8.5倍，更不用说B股的市盈率已经下跌到4倍了。经过历次送股的摊薄，当时B股的7元已经相当于3元左右，2006年每股分红0.8元相当于25%的息率。可见，长期持有好公司的利润是多么惊人啊！我们认为，张裕和万华都是山东烟台的好公司，都有一流的管理层。但由于两者的市盈率差别巨大，即使不算B股，A股张裕当时30多倍的市盈率也比万华200倍市盈率有更高的安全边际和盈利空间。而当时的B股，0.2元的分红相对于7元的股价来说，有2.8厘的息率，马马虎虎算是勉强可以接受吧。

冷静看待A股目前的状况以及我们股票池中的公司，大部分公司以2006年的静态市盈率来看都是30多倍，消费类公司更是高达40~50倍市盈率，相当不便宜。但好在这些公司经过我们长期的跟踪和反复的观察，在可见的未来，成长性还是相当可观的。因此，如果假以时日，2~3年以后，它们的市盈率就会下降到一个很合理，甚至偏低、很有吸引力的水平。

所以说，在3000点的股价水平上，要赚钱，必须靠耐心，暴利的想法是不切实际的，我们能赚的仅仅是企业业绩增长的那部分增量而已。存在估值的洼地的那些美妙的时刻，仅仅在2005年以前有，现在是绝对没有了。

耐心是一种智慧，是一种美德。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3000 点靠什么赚钱？（二）

——1 年 10 倍，还是 10 年 10 倍？

2007－03－23

很多股票事后看涨了很多，但事前能否有足够全面的信息，有充足的安全边际，能否买足够多的股数，这并不是一件容易做到的事情

我们在上一篇文章说，3000 点的状态下我们凭三种可能赚钱，其中第三种可能是：靠特殊能力赚到特定市场环境下的暴利，1 年挣 10 倍，甚至更多。

什么是特定市场环境下的暴利？我们认为，2007 年，甚至在以后的几年，资产注入、整体上市都是一个大的趋势。2005 年 A 股上市公司的总利润仅仅是同期全部中国企业利润的 11.6%，加上海外上市公司，也只有 30%。实体经济的央企总资产是 12.3 万亿元，净资产 5.4 万亿元，而股票市场上央企的总资产才 3.2 万亿元，净资产是 0.94 万亿元。可见，大量的资产并没有放到上市公司里来。

大国之间的竞争，到后来不是单个企业、个别行业的竞争，是国与国的制度、文化的较量。而金融在其中起到了最关键的作用，它的虚拟化把未来若干年的收益提前贴现，它把所有看得见、看不见的东西都放在一个公开的、快速交易的电子平台上，这些特性能超极限地放大制度、人才、资源等要素的优劣势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，金融其虚拟经济的特性，往往会杀人于无形之中！在这场看不见的硝烟中，我们的中航油、国储局等垄断机构已经拱手把滚滚金钱送给了别人。所以，金融行业的发展和壮大仅仅是开了个头而已。而在证券这个细分市场上，未来的一段时间内，全社会的资产证券化一定是一个大趋势。

那么，在这个特定的历史环境下，资产注入、整体上市必然成为国策，这个过程也必然会给一些阶层、一些团体带来暴利。正如2006年的股改，提早一天得到对价消息，买入后很快可以翻番，甚至更多。对一些人来说这个钱挣得太容易！

2007年这样的机会也是很多的。且看前两三个月低价股的行情吧，如果做一个ST板块的组合，一定跑赢大势，更不用说跑赢蓝筹股涨幅了。

我给一位好友算过一笔账：你前期买的那个7元的股票，现在13元了吧？现在正在调研的那个10元的股票，未来的定位也是20元吧？他说是的。照此算下来，上半年的盈利就是400%。那么，下半年只需要找到两只能涨50%的股票，一前一后轮番买入，就能涨9倍啊！

他在2006年的战绩可谓非常辉煌，只买了两只股票盈利就达15倍，其中一只是金属股，一只是重组地产股。以他的能力和资源，应该有可能再次创造神话。但他却说，这样的神话不能当真。首先，2007年上半年表现出色的资产注入、重组股，都有这样那样的不确定性，不可能满仓买入一个品种；其次，理论上说，轮流买入4只股票，前两个翻番，后两个各涨50%，当年收益率是可以达到900%，但这些品种极可能是同时涨的，很难把节奏把握得那么好。所以，暴利是很难的。

另外，他也谈到最近调研的一些公司。虽然大股东有很多资产，但何时注入、怎样注入、以什么条件和价格注入、注入后业绩的持续增长等等，都很不确定。而在大股东和流通股东的博弈中，作为弱势群体的流通股东能占到多少便宜，真是天知道！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想起一只2006年涨幅前5位的公司，我们和公司的一位高管比较熟，每次了解公司的情况时，他总说和行业优势企业比起来，他们在管理、产品开发、售后服务等方面差距很大，有这样那样的风险。他这样反复解释的结果，导致我们错过了一匹巨大黑马。

可见，很多股票事后看涨了很多，但事前能否有足够全面的信息，有充足的安全边际，能否买足够多的股数，这并不是一件容易做到的事情。而且，这样的博弈有过一两次的成功，绝不代表10次、100次的成功。

想来想去，1年10倍的钱，咱是不具备这个能力啦！

查了一下复利终值系数表，如果我们能有25%的年收益，10年后，资产可以累计到9.3倍。所以，让我们努力吧，争取10年10倍。倘若能做到这一点，已经超过股神巴菲特啦，他老人家这几十年的年度复合增长率不过23%而已！

10年10倍，已经很满足了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台风来了猪都会飞（一）

2007－04－17

对于股票来说，在高估值的时代，意味着我们的总体回报率将下降，承担的风险将增加，遭受短期暴涨暴跌的概率也在增加

最近，朋友发来一篇文章，主题是谈品牌的真实含义，这是一篇非常好的文章。文章说，新鲜水果的品牌价值，不在于水果，而是在于新鲜；耐克的品牌价值，也不在于鞋子，而是在于运动……“水果、鞋子”所代表的是产品本身，而“新鲜、运动”才代表着生活方式。正是这个“生活方式”，让人们区分出雀巢和星巴克，让 Google、百度等品牌跨越漫长积累，迅速铸就！

作者认为，“品牌”不再是产品声誉的日积月累，而是准确地传递并培育一种生活方式。就如西方谚语所说“台风来了猪都会飞”，实在是没有必要给猪装上翅膀，只要把猪放进台风里，它就可以飞起来。

它意味着这样一个事实：只要准确地把一种产品镶嵌到一种生活方式中，就会获得事半功倍的市场效果和品牌价值。当然，前提是企业必须首先定义准备创造的生活方式，然后才能定义企业的产品是什么；同时，这种生活方式的本身，需要具备足够的影响力和流行性。

品牌是否可以速成、百年老店是否就一定比不过网络新贵、生活方式在多大程度上可以改变习惯和历史等，这些我们大可以有不同意见，但文中表述的两个观点倒是极有意义：品牌是一种生活方式；台风来了猪都会飞！尤其是这第二点，像极了现在的 A 股市场！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在各种因素激励下，A 股市场告别熊途，开始了汹涌的牛市。转眼间 3000 点已成底部，3500 点已成历史，4000 点、甚至 5000 点在望。当前市场上已经消灭了 3 元以下股票，股价平均值上 10 元，这是多么激动人心的时刻！

但，2006 年的年报以及陆续公布的 2007 年一季度报告告诉我们，即使是很多行业的龙头公司目前的估值也绝对不算便宜。中国石化 2006 年每股盈利 0.58 元，2007 年一季度同比增长 5 成，达到 0.22 元，全年的盈利应在 0.75 ~0.85 元之间（公司 2007 年三季度季报显示每股收益为 0.56 元——编者注）。以中位数算，动态市盈率都 15 倍了。而全球同类的石化公司平均市盈率就是 13 倍左右，可见，H 股中石化尚有吸引力，动态市盈率在 10 倍以下，A 股的中石化实在不便宜！

同样的情况，我们虽然看到福耀玻璃、格力电器、烟台万华等业绩都不错，2007 年的预计增长也可喜，但就市盈率而言，工业股给到 20 倍甚至 30 多倍的估值，放在全球市场上都是不便宜的。

不仅工业股如此，地产、金融、消费类公司的估值也相当昂贵。其中，还算地产股被宏观调控压了一下，算是估值“洼地”吧。估计用不了多久，这个洼地就会变山丘甚至高峰呢（2007 年 7 月开始，地产股的股价也迅速拉升，很快到达当年的高峰。以地产龙头股万科 A 为例，股价从 7 月 6 日的 18.5 元迅速拉升至 11 月 1 日的 40.78 元，翻了 1.2 倍——编者注）。

更不用说那些一有注资传闻，或者沾一点券商概念的边就狂炒的低价股。最近的市场，满眼都是在天上飞舞的猪！甚至连大象都在飞！

高估值意味着什么？意味着买的东西贵了，好比三年前 100 万元可以买到一套不错的房子，如今需要 200 万元，甚至 300 万才可以买到。如果不是在三年前买好了房子，那意味着需要加倍、再加倍地挣钱，才可以买到同样的东西。另外一个方面的意思则是，如果房子的确超过了所有人的购买力，价格早晚会跌回来，能否跌回到 100 万元，那就是另外一个话题了。

对于股票来说，在高估值的时代，意味着我们的总体回报率将下降，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们承担的风险将增加，而且由于累计的获利盘的加大，市场心态会越来越趋于冲动，我们遭受短期暴涨暴跌的概率也在增加。所以，我们对二季度的市场做好了充分的思想准备，去承受短期的波动。

最近在看《对冲基金风云录》，这真是一本好书，不仅文笔流畅，故事吸引人，那些故事背后的道理也实在让人击节三叹！为什么一轮汹涌澎湃的牛市下来，很多人未必能赚到很多钱，大大改善自己的生活和财富状况呢？原因很多，其中包括对市场总体趋势的判断和把握以及在牛市进程中逐渐放弃了投资的本质，付出高昂的代价去追逐那些虚幻的东西。因为最终台风是要过去的，猪啊、羊啊、大象们呀都会掉到地上的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台风来了猪都会飞（二）

2007－04－20

我们现在虽然身处台风中，但脑子要清楚，台风总会过去。要考虑的不是飞得更高、更远，而是要想到，台风过去了，我们会怎样

毫无疑问，现在正在刮台风。

昨天（19 日）跌 200 点，表面原因是一季度经济数据过热，大家担心加息等调控政策，其实，更重要的原因是短期涨幅大而已，宏观调控不过是借口。也就是说，牛市还在继续，台风还会继续刮。

一直以来同意富国基金投资总监陈志武的大部分观点，一个国家的繁荣昌盛跟制度有极大的关系，尤其是近现代，跟金融体系健全和发达有直接的关系。祖上有钱的，子孙辈未必日子富裕，清贫的读书郎成就大事业的也不在少数；拥有大量黄金、白银的美洲土著和大清帝国，最终的结果都很惨。这是他之前反复解释的一个理论。这次他解释了为什么中国经济如此繁荣，钱多得惊人！理由是，土地和自然资源、企业财产、未来收入以及社会个人和家庭未来收入，现在都流转（专业术语叫折现或者贴现）成了钱。

顺着这条思路，我们很容易理解，中国银行近 3/4 的市值是未来收入资本化的结果，现在的资产净值只相当于市值的 1/4。现在住豪宅、买靓车的人，使用的是未来几十年的收入。推而广之，资产证券化的进程继续下去，国家一半，甚至一大半的财富都是虚拟的。这就是为什么在亚洲金融风暴、南美洲经济危机中，一些国家经济遭受重创、中产阶级财富极度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缩水的原因。

这样的逻辑必然导致我们对未来的一个担心：假如住豪宅、买靓车的那个年轻人失业了，他的资产可能会被拍卖，甚至贱卖；假如中国银行的利润增长低于投资者的预期，则股价必然超敏感反应。所以，我们现在虽然身处台风中，但脑子要清楚，台风总会过去。要考虑的不是飞得更高、更远，而是要想到，台风过去了，我们会怎样?

此外，人们多少有一点得意或者自豪，认为中国现在的经济增长是真实的，企业利润丰厚是真实的，因此，牛市的基础是坚实可靠的。这话没有大的错误。但要知道，中国目前的经济繁荣和企业利润超级好，有一些背后的因素，例如，最大的支持因素是人口红利；另外一个很大的潜在有利因素是负利率。这两项加起来，导致中国的人力成本、资金成本是扭曲的、超便宜的。企业用超便宜的价格融到了资金，用超便宜的价格雇用了员工，而这些是不可能长期持续的。2007 年加息是没有疑问了，我们逐渐会走向中等利率和高利率时代，虽然这个过程会比较长。

早早意识到这些问题，对我们做投资的人来说只有好处没有坏处。这促使我们想一些问题，例如，既然猪和大象们早晚会掉到地上，那么我们持仓的品种到底是猪，还是翱翔的鹰?我们是否具备慧眼能寻找并坚守穿越周期、跨越时空的优秀公司?另外，在台风快要过去之前，我们是否有足够的敏感和能力去感知这一转折?相信这一转折并非毫无迹象可循，只是我们到那时是否还有一颗客观和平常的心?

目前的情况是，股价越炒越高，分析师的预测也越来越乐观，但企业的利润增长总是有限的，而大多数时候上市公司的业绩增长是达不到投资者的预期的，除非公司造假。所以，在高企的股价和远远落空的预期之间，巨大的风险在等待着我们!

当然了，现在说台风就刮完了还为时过早，毕竟深沪 300 绩优股动态市盈率还说得过去，但愿二季度是个稍微平静的时期，让疯牛也喘口气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再谈知道自己在干什么

2007－04－30

人要时刻知道自己在干什么。做出郑重决定之后的无怨无悔，是另一个层面的、更加重要的素质

转眼间，4000点咫尺之遥，3000点已成底部，先行者已遥望万点。

上市公司2006年年报比2005年增长四成，2007年季报比2006年同期增长八成，给“万点俱乐部”的同伙们吃了一剂兴奋剂。但仔细一看，年报同比增长四成中有一半来自投资收益，营业收入、营业利润也就是20%的增长，跟我们一直以来预期的很接近。因为GDP增幅在8%～10%，上市公司净利润增长有1%～20%已经非常好。再看一季度业绩比2006年同期增长80%，一半也是投资收益这些非经常性损益带来的。可见，这样的业绩高歌猛进并不具有持续性。

央行再次提高存款准备金率，虽然市场报以80点的大阳线，但年内再来若干次加息也完全可能。累积的利空是否最终会对市场产生影响？这是一个大问题。

在此，我不妨列举同行们的三种策略，以说明在目前阶段看多看空并不特别重要，重要的是自己有一套行之有效的方法，有清晰的标准、良好的执行力和健全的心理素质。

其一，熊市老战士只卖不买，决不开新仓。越涨，他们的持仓比例越低。这些人在熊市中赚了很多钱，10倍、20倍或更多。他们认为，无论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从哪个角度，如 PE、PB 等都高估了，中国的经济也过热了。他们锁定了之前的利润，最大的风险是踏空今后的疯狂行情。真正选择了这条道路的人，如果内心是坚定的，也无所谓，因为人不可能把世界上的钱都赚完。熊市中活得很滋润的人，牛市中可能备受煎熬。

其二，买入持有类。这类人认定了股权投资是抵御通货膨胀、财富增值的好办法，因此愿意选择“皇冠上的明珠”作为遗产留给后代。他们认为，作为长期投资者，最终是靠企业利润增长和相应的估值增长来赚钱的，而不是靠市场估值、其他投资者投票来赚钱的。本质上来说，有没有交易、有没有流通对他们并不重要。不过，这些人一两年的表现有可能跑不赢大盘，保不齐 3 ~ 5 年的落后，也是可能。好在他们有巴菲特这个榜样和标杆。股神老人家风靡全球，是在网络股泡沫破灭后，是网络股的红火以及此后的破灭，长达十多年的循环映衬出长期价值投资的优势。但这个过程中的煎熬也不是常人能忍受的。

其三，充分利用股改这一制度性变化，发掘企业质变的爆炸性机会。无论公募还是私募基金中，都有相当一批人在积极行动。他们是当前市场上最活跃的一群，2007 年的收益率也相当惊人。有人说他们是投机分子，对此我不能苟同。一些公司虽然不能说是“皇冠上的明珠”，但在刚刚发掘的时候的确是有亮点的，某种意义上是估值偏低的。但这样做的风险也是显而易见的，首先，重组不成，企业价值几乎是零；其次，市值小的时候潜在资产可能还算有价值，随着股价的上涨，市值迅速膨胀，有限的那点亮点已经不足以掩盖公司其他的重大缺陷。能否实现华丽的转身、功成身退，是对他们最大的考验。

可见，条条道路通罗马，关键要知道自己在干什么。

在我看来，知道自己在干什么是指三方面的内容。

首先，要知道市场处于什么阶段，风险在哪里，有多少收益；同时要贵有自知之明，明确自己的长项和弱项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，谋定而后动。在尽可能充分掌握信息的前提下，做出慎重的决定。

最后，承担这个决定的结果，无论是好还是坏。

事实上，我们很多人都缺乏这三方面的能力，尤其最后一方面的能力。这与中国传统文化中“君君臣臣、父父子子”的信条有关，也与五千年来的愚民政策有关。放在股市上，股票跌了，出了股灾，股民埋怨的是政府，媒体呼吁的是（政府）救市。很少有人去想，为什么在那么高的价格买了那么垃圾的资产？而真正向上市公司去讨回公道的很少（当然了，司法上的不作为，或者说无法作为，也是一个非常重要的原因，在此我们暂不讨论）。

因此，我很佩服身边的这些朋友。他们在做出决定的时候，充分考虑到了这个决定会带来何种结果，并做好了承担这种结果的准备，也为这个决定做出了应对的策略。

例如，最谨慎的这派人，他们是熊市的大赢家。作为熊市的老战士，他们选择退出市场有充分的理由。从投资逻辑和投资哲学上说，现在是他们看不懂的市场，既然看不懂，既然是一个繁忙而热闹的市场，他们不熟悉也不擅长，则无论是从保住晚节，还是坚持自己的哲学，离开都是一个不错的选择。他们习惯在熊市的寂寞和冷清中耐心播种、辛勤耕耘、看种子发芽、替小树浇水，喧闹的证券市场让他们头痛眼晕，我非常理解他们的行为。

而至于这么做的结果，他们也想得很清楚了。他们在3500～4000点区间选择了离开，市场有可能涨到8000点，甚至万点，他们也不眼红，不羡慕。毕竟在2003年以来的熊市中和牛市的初期，他们已经有几十倍的利润，保住胜利成果是最重要的一环。因此，他们认为，踏空不是风险。踏空，大不了是少赚了很多钱，但并没有亏损，高位空翻多才是最大的风险，有可能把之前丰厚的利润大幅回吐。为避免这个冲动，他们中的一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人选择了旅游、打球，逐渐远离市场。

至于做项目、搞重组的那批人，他们有广泛的人脉关系，尤其是地方政府和上市公司等方面的关系，也有大量的研究员、调研员去跟踪这些项目。虽然是暴利项目，但也极有可能因重组不成而遭遇滑铁卢，因此，充分的分散和有效的组合是很有必要的。

至于像我们这样耐心持有蓝筹成长股的人，其风险包括两方面：第一，阶段性的股价涨幅大于上市公司业绩的增长。因此，我们做好了充分的思想准备，用耐心、通过足够长时间的持有，来获得上市公司业绩增长的那部分利润；我们早已想好，不跟市场博弈。第二，市场层面的风险。最近几个月，大盘疯狂上涨，但蓝筹往往跑输大盘，有可能蓝筹股在大盘涨的时候没跟上，大盘因政策或银根收紧等因素下跌的时候蓝筹一样有份！对于这样的市况，我们乐见其成。因为下跌是风险的释放，下跌后充分的换手以及有效的热点切换，对牛市的进一步发展是有很大好处的。

所以，我们再次感叹，人要时刻知道自己在干什么。无论投资、就业还是生活，大道理都一样。人贵有自知之明，知己知彼，百战不殆。根据自己的情况和客观的环境，三思后做出最合理的决策，是每一个理性的成年人的基本素质。而做出郑重决定之后的无怨无悔，则是另一个层面的、更加重要的素质。

知易行难，要做到这些，必须每日三省，时时修炼。

这是一个最好的时刻，也是一个最坏的时刻。这取决于我们怎么看、怎么想、怎么行动和具有怎样的心理素质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重上 4000 点有感

2007－06－12

承认自己不过是个普通人，能看懂的就是那些熟悉的上市公司的经营业绩和未来估值，赚这点有限的利润就 OK 啦

重上 4000 点了。

这段时间，媒体比较热闹（好像媒体永远是热闹的，除了在熊市中心如止水的阶段）：采访基金经理在大幅震荡的 6 天里的操作；虚拟一个 IT 精英在这一个月的心路历程和账户市值波动（参见《巴菲特·祁的 29 天》；很搞笑的股市妙文等等。记者编辑们很忙，投资者也没闲着，痛恨自己没有在高位卖掉、懊悔自己在低位斩仓……

重回 4000 点了，很多公司的股价不但没有跌，反而创出新高，例如有色金属类、天鸿宝业等资产重组注入类、获得大订单的中兴通讯。很多跌幅不小的品种如果之前的注入仍然有，业绩大幅改善仍然确定，那么相信用不了多久，也会涨回来的。

所以，经历了这一段，我们有必要问自己两个问题：

一、波段操作真的那么有必要吗？二、对于市场的波动，你我真有这个本事能高抛低吸吗？

对于第一个问题，我想已经不用回答了，至少对于我们来说，一直满仓持有好公司的结果是很好的。因此，对这个问题，我们要问的是另一个看上去完全不相干的提问，就是：你当初买这个品种的时候，到底是看着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大盘的面子，还是真正对这个公司有所了解、有所期待？如果是后者，那跟大盘有啥关系呢？跟印花税有啥关系呢？印花税涨了，万科的房子就不值钱了？茅台、张裕的酒就没人喝了？招商银行就没人排队了？这些问题好简单啦，基本上都是赵本山用来忽悠范伟的嘛，哪里能难倒我们聪明的投资者？

所以，不要用印花税、大盘调整之类的理由来胡乱猜测，仔细去把自己的持仓研究清楚了，才是重要的。

我们再来看第二个问题。就是说，大盘的确出现了20%以上幅度的调整，很多股票的波动幅度在30%～50%，如果能真的把握好这个短线，也是不错的。

但是，且慢，有人真正在4300点出货了？万一4000点看空了，4300点又杀进去了咋办？毕竟，现在是超级大牛市啊，有几个人敢长期空仓？再有，真的在4000点上卖了的人，有胆量在3500点以下买回来吗？是否在3900点就抄底了，依然有两个跌停在等着他？或者现在还在等3000点的低位（也许我看错了，市场不过是反弹，还有惨烈的下跌在等待？anyway，博弈短期市场趋势是最难最难的，不知为何这个最难的问题却有最多人有兴趣，并乐此不疲）？

这些问题，每个人看看自己的账户、市值，心里会十分清楚。

能在短线操作上八面玲珑、左右逢源的，是经验丰富的老手。我认识一个同行，资金量大，存量的股票也不少，每天在他自己存量的股票上做T+0。他曾经说一天做了三个来回，持仓成本下降很多。但这样的人毕竟是少数，我们多数人不具备这个水平。

既然如此，那就承认自己不过是个普通人，能看懂的就是那些熟悉的上市公司的经营业绩和未来估值，就赚这点有限的利润就OK啦。

做投资，首先要知道到哪里去找到好公司、好的行业。改革开放前期，轻工业首当其冲发展，所以我们要去买四川长虹、康佳和春兰等；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年以来，新一轮经济增长开始，首先是重工业、制造业发展，现在轮到消费、金融、服务业大力发展。所以，大的行业轮廓和脉络要清晰。

其次，要知道好公司在合理、甚至低估的价格去买入。在一个很高的价格买，好公司也会让人难受很久。更何况，公司的基本面也在变化，价格的波动会对持仓的信心产生巨大的影响，会导致人们怀疑最初的判断和选择。

第三，在全面理性分析的基础上，要买够足够多的量。有笑话说一个华尔街的基金经理买的股票涨了 100 倍，但他最后跳楼死了，因为他才买了 100 股。不知这笑话是真是假，但由此可见买到足够多的量很重要。

最后借用同行的文章的一段来说明我们对市场的态度：“……不过最终，一切都会回归正常，黑的还是黑的，白的还是白的。理性的投资者能够长期获利，而投机者多数只是市场的过客。中国经济还是向好的，市场将来还会创出新高。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顶级蓝筹或小市值重组股？

2007－06－25

当绝大部分投资者的市值已经在4000点成为头部，甚至是长期头部的时候，像我们这样认为牛市没有终结的人们，到哪里去寻找新的奶酪

5月30日~6月5日的第一轮下跌，部分股票跌幅已经超过40%，但如果能在上周4000点以上撤回，则似乎仍能保存一点胜利果实。但看到今天600多家股票跌幅超过9%，其中很多创下6月5日以来的新低，再次感叹市场真是太残酷。

5月份入市的新股民估计已经是套中人，而2007年年初入市的投资者如果买的品种不对，现在或许也已经大幅亏损。

逆势飘红，在2007年，包括2006年以来累计升幅巨大的有招商银行和泛海建设等（当然，不止这两家）。这两家股票是否给我们一个启示：当绝大部分投资者的市值已经在4000点成为头部，甚至是长期头部的时候，像我们这样认为牛市没有终结的人们，到哪里去寻找新的奶酪？

顶级蓝筹显然是一个很好的选择。我们注意到，5月30日以来的下跌中，顶级蓝筹品种如招行、茅台、万科、中国平安等是退一进二的，跌幅较小，但随着大盘反弹，很快创新高。其业绩、成长性、确定性在所有公司中都是一流的。假如未来仍然有大量基金发行，极可能出现2003~2005年阶段的基金抱团取暖现象。因此，基本面没有极少瑕疵的股票，才可能出现持续上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，我们也注意到，即使有5月30日以来的两度下跌，但天鸿宝业、泛海建设等依然持续上涨。原因也很简单：资产注入（或重组）。这些外延式发展和扩张的品种，其业绩在一个阶段或出现爆发式增长，其股价也必然会有所表现。但问题是，上哪里去找确定性的、业绩大幅改善的资产注入（重组）股？是否能在信息公开披露之前大仓位介入？

虽然我们可以从一定程度上缩小寻找的范围，例如，小市值的公司无论是收购成本还是业绩提升的速度，都是大市值的公司无法比拟的；目前行业处于高景气度的资产注入上市公司，容易取得良好的市场反应和投资者的认同。但是，这样筛选下来的结果仍然有好多可选择对象。到底哪一个是下半年的涨幅英雄？只有上帝知道！

对蓝筹品种而言，仔细掂量估值是否合理、用放大镜去认真考察基本面是否有瑕疵，是很考眼光的事情，需要战略的高度、历史的眼光、横向的对比、极大耐心。

不过以下事情大约是肯定的，那就是大多数所谓的绩优股，基本跟鸡肋差不多。原因很简单，从基本面上说，它们持续增长的概率不大，尤其是持续保持这两年的高速度增长是完全不可能的；从供求关系上看，动辄几百亿的市值哪里有那么多傻钱去推高？还不说有那么多大非小非等着出笼呢。数量极为庞大、毫无特色、市盈率动辄30~40倍的所谓绩优股，真有那么大的价值？

另外，大多数的重组、资产注入概念股也是套牢概率大，赚钱概率小。5月30日以来的市场，不过是一次又一次的教训和风险课堂罢了。今后这样的惨剧还将持续上演。

所以说，钱不容易赚，任何时候都不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许最难熬的日子过去了

2007－07－03

每当市场发生这样的调整，必然会有一些股票被错杀。我们需要适当调整组合的结构，以最好的性价比买到最价廉物美的品种

周末收到某券商的周策略报告，有一段文字如下："……周末进行的统计是，46%的股票自5月30日以来下跌幅度超过30%，31%的股票下跌幅度在10%～30%之间，23%的股票下跌幅度在10%以内甚至更多，其中上涨的股票占所有股票的比例为13.7%。而3.8%的股票下跌幅度超过50%。下跌幅度在10%以内的股票的市值占总市值的52%，所以指数跌幅才只有12%。46%的股票已经跌到3000点以下了，有的甚至2000点去了。如果中期调整现在才开始，还有20%跌幅的话，那就真是大股灾了。"

从这个角度看，最难熬的阶段或许过去了。要说这段时间难熬，其实也不然，因为占市值52%的那批股票跌幅才10%，作为正常的调整，波动10%太容易了，跌幅超过50%的股票毕竟才只有3.8%。但数字是冷冰冰的，谁买了那3.8%跌幅巨大的股票，谁持有了跌幅在10%以内的公司，每个人自己心里有数。

对我们来说，重要的任务并不是判断现在是不是最难熬的时候，或者最难熬的时刻过去没过去，而是在每次下跌中，尽量持有跌幅最小的品种。这不能靠运气，必须靠客观分析、冷静思考以及对贪欲的控制。时刻在安全边际内行走，踩到地雷的概率不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个任务是，每当市场发生这样的调整，必然会有一些股票被错杀。我们需要适当调整组合的结构，以最好的性价比买到最价廉物美的品种，这是一件不容易的事情。

我们注意到，最近一次下跌中，部分质地尚可的公司，也是细分行业的龙头公司，因种种原因（例如预期中的管理层激励未能如期实施，或半年报业绩增长没有达到市场预期等等）而出现大幅下跌，跌幅在三成左右甚至更多，以它们2～3年的增长情况看，动态市盈率还是有吸引力的。因此，我们在原有的经典组合，即地产、消费、金融（万科、茅台、招行）外，还发现了新版的3＋X组合。虽然新组合的蓝筹性不如老版本的经典组合，但弹性会大一些。

总之，投资是一个动态的过程，这个过程是一个不断学习新知识、不断锤炼心态、不断反思和纠错的过程。希望通过一个好的战略布局，加上不断的细节完善，能够获得一个不算最差的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道怎样做比预测更重要

2007－08－17

对“怎么做”以及这样做的后果有清晰的认识是非常重要的

市场很快上到5000点的位置，股票的确是越来越不便宜了。身处其中，要说对未来看得一清二楚、没有焦虑和矛盾，那是瞎掰。

预测顶部吗？通货膨胀在进行中，资金仍源源不断流入；何时是拐点？只怕神仙也说不准。

美国次级债的影响？那真真切切是大洋那边的蝴蝶。从实体经济的角度看，跟大陆这边是没啥关系的，从直接关系上说不会刮起这边的龙卷风。但要说心理影响和资金流向，是神仙也说不准。

且让我们看看一家著名房地产公司的掌门人的观点和做法吧。虽然地产开发商和投资者的工作不同，但本质上是有相通的地方的：面对很多的不确定性，必须在信息不完整的情况下做出决策、克服内心的贪婪和恐惧。

2007年7月，在香港一个论坛上，该房地产公司掌门人被问及行业发展、泡沫、增长极限、约束条件时，有如下的一段发言：

……我在相关会议上谈到这个观点，我的大意是：目前的房地产是有泡沫的，有泡沫，就有破的一天，但什么时候会破，不知道，可能是两年，也可能是五年。我们作为一个开发商，我们要做的是随时应变可能的市场变化。在涨价的过程中，我们不但单纯地涨价，还要给客户带来附加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，比如给客户附赠一些有价值的东西，如空调、烤箱等等，让客户感到不仅仅是涨价，而且还获得了价值。

……

但我觉得，泡沫的问题不在于它是否会破灭。作为开发商，我们更关注的是行业大的趋势，关注的本质是中国大的经济环境的变化和行业环境的变化。

而我们知道的是，作为上市公司，其信用是相当好的，银行也愿意给予大量的信用额度，但该公司连年来一直在二级市场上进行股权融资。业界猜测，一个重要的原因是面对未来可能出现的不确定性，公司管理层选择了股东资金，而不是随时可能被逼债的银行贷款。有大把现金在手，对地产开发商来说，就是应对泡沫破裂最重要的防范手段了。

所以，对于我们来说，永远不要猜测市场的趋势，不要妄图去揣测千万投资者的情绪。冷静算账，算持仓公司未来的增长是否能支撑股价，算目前价格下未来的收益率到底有多高，然后对行业大的趋势有明确的判断，对“怎么做”以及这样做的后果有清晰的认识。这才是重要的。

此外，市场明显地进入了不易赚钱的阶段，无论是蓝筹还是重组涨幅都已不小。那么，多读读圣贤书，多看看宗教教义，让发热的头脑稍微冷静一下，对思考和行动是有大有裨益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运气或能力？
——感悟 2007

2008－01－08

在充满不确定性的2008年面前，我们还能不能有那么好的运气？我们的能力到底有多少？左思右想，除了不断学习，持续思考，并无灵丹妙药

在2006年底总结的时候，我写了一篇博文《难忘2006（一）：广阔、高远的视野，系统的方法论是决定性的》，那口气仿佛自己当真是把握了系统的方法，有了超凡的广阔高远视野。一年后再看，惭愧，惭愧。

站在2007年底的我，更愿意把这几年来的好成绩，一多半归于我们赶上了好日子，赶上了股改、汇改、低估值、低利率、超级流动性等各种利好酿成的大行情。在这波行情中，高中低价股大部分都有了很好的表现，我们不过是因为有之前十多年的牛熊、熊牛经历，对这个大趋势的时间、幅度、广度、深度有一些经验式的认识，心态比较好，有一些持股的耐心，才有这一点点成绩。这更多的是运气的成分，自己的功力到底有多深，还真不敢夸口。这需要我们再经历一次深度的熊市，之后如果仍然能笑傲江湖，才有一点点资格说自己如何如何。

这也是最近看到巴菲特关于池塘里鸭子的比喻时想到的。巴菲特有一次在他的股东大会上打了一个比方：下雨了，池塘的水涨起来，鸭子的身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体也跟着漂浮上来。鸭子误以为是自己的力量让身体升高，于是到旱地上也一屁股坐下去，结果可想而知。我们身处于这个超级牛市中，跟池塘的水因暴雨而上涨是一样的。关键是在退潮的时候不裸泳，在下次大潮来临的时候，我们依然能浮在上层，这需要时间的考验。

我们充其量是市场的好学生，而且是运气不错的好学生。

在充满不确定性的2008年面前，我们还能不能有那么好的运气？我们的能力到底有多少？左思右想，除了不断学习，持续思考，并无灵丹妙药去面对不确定性。

最近一段时间，拉拉杂杂读了一些书，其中《Value》杂志采访编辑的《华人杰出投资者》有一些可圈可点的地方。比如，有些人短期能赚很多钱，但不意味着这些人很优秀，偶尔一两年能赚很多钱不证明他能力很突出，必须做到持续赚钱。

我们这十多年看到不少人，狗熊掰苞米似的，钱赚了又亏，上去又下来，坐了好多次电梯。但时间拉长了看，远远比不上指数的累积上涨幅度。不仅投资者如此，十多年上市公司看下来，能保持持续增长的公司才是可贵的。短期暴富的公司未免令人生疑。

书的编者在采访过程中必问的问题是如何面对压力、失败。很多人的回答是，做力所能及的事情是化解压力之道。很多时候投资者取得成功，是因为心态非常坦然，没有刻意追求什么。也有人说，要找到适合自己的方法，总之不能强求。就像最近关于赤子之心资产管理公司总经理赵丹阳清盘旗下A股的信托产品，坊间评论多多。但至少从不强求的角度看，他是解脱的。自己无法把握和看不清的时候，放弃未必不是好事。我想，假如我们厌倦了，假如市场真的是我们无法把握的时候，就应该说再见。

关于失败，前融通基金公司副总经理张涵的观点是：投资总会有失败，想好失败后如何处理，就差不多了。这也是我们一直在思考的。投资难免失误，判断不可能永远正确。但如果知道自己的底线在哪里，就好办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。比如我们不会拿所有的钱到股市上，永远不去借贷来炒股；再看好的股票，不超过总投资额的一定比例，这样，即使最坏的情况发生，我们也能承受，就 OK。前几年证券公司或个人代客理财去承诺保底，就是幻想最坏的情况不会发生。事实上一旦蛋糕掉下来，总是有奶油的那一面落在地毯上。

2006 年收入超过 5000 万美元的“百位顶尖交易者”中第一位华裔、美国赛克资本管理公司的基金经理江平对于失败谈得非常好。他说，能做到败而不乱，败而不溃，就是善败。怎样做到呢？事先把几套方案想好：把多少资金放进去、准备承受多少亏损等等。只有这样，才不会溃、不会乱，才会取得最后胜利，或者说不会败到永无翻身之日的境地。

华安基金公司副总经理姚毓林则从另一个侧面谈失误。比如“假如跌了 30%”这样的问题，刚开始他认为这个问题有点极端。但后来他发现，这个问题涉及到更深层次的核心：假如一只股票跌 30%，那之前它是怎么涨起来的？因此，假如出现了跌 30% 的情况，有两种可能：第一是买入时点不对；第二是根本就选错了。2007 年指数差不多涨一倍，如果投资者还亏损的话，就要反思了，是不是碰上几个跌 30% 的霉运？“5·30”来一次，四季度来一次，两三次下来，就足够把一年的成绩单搞成负数了。

这些关于失败、失误的心得和总结都非常好，值得我们学习与深思。毕竟花无百日红嘛！2004 年巴菲特在股东大会上说：控制风险，最好的办法是深入思考，而不是投资组合。一般人会用组合来安慰自己、应付别人，杰出者则通过思考来获得成功。

站在迷雾笼罩的 2008 年年初，我们每个人都要通过独立思考来回答种种问题，来决定自己的投资前途。除此以外，别无他途。

即使是通过购买理财产品，委托他人打理财产，也必须全面考察这个投资经理或深入了解理财产品的风险和收益情况，仔细分配自己的资产。偷懒的想法怕是行不通的。不通过自己的大脑去思考是万万不能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动·估值·黑天鹅（一）：永远不要用负债和杠杆

2008－03－17

投资是有风险的，永远不要用负债和杠杆

截至3月17日，上证综合指数和香港国企股指数跌幅分别为37.47%和46.67%，大量个股腰斩，让我们好好领教了一番什么叫市场波动，什么叫风险（或者是凶险）。

感想很多，略述二三。投资是有风险的，永远不要用负债和杠杆。

一直以来都认为投资有风险，但这次，还是亲身感受到投资的过程真是惊涛骇浪，凶险无比。尤其是如果用了负债和杠杆的话。

2007年8月后，港股直通车呼声渐起，当时A股也已经在高位。伴随直通车呼声的是国企股一浪高过一浪。令国内投资者大呼过瘾的是，香港有太多便宜的品种，并且衍生工具花色品种俱全！以大家熟悉的A＋H股来说，一则H股便宜3～5成甚至更多；二则很多都是权重股，有很多“窝轮”（warrant，又称认股证，属于金融衍生工具当中期权的一种。持有人有权在窝轮到期之前，以特定的行使价去认购或认沽特定资产。“窝轮”的期限一般为3～18个月，一旦存续期满，将因行权而消失——编者注）可选择，例如中石油、中人寿、中移动等等。“窝轮”的成交极为活跃，没有涨跌停板、有高达10倍的杠杆，在A股上从来没有过那么大自由度的人们，这回在海里游泳的感觉，就是一个字：爽！

2007年年底前的聚会中，谈论A股那简直就是土老冒，似乎不买“窝轮”就是一件羞耻的事情，以至于听说有人放言，以咱大中国的资金，把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正股全部买下，逼死轮商（发行“窝轮”的证券公司——编者注）……诸如此类的。

“直通车”提议到现在不过半年时间，A股、H股均已从高位下来3～4成，而风口浪尖的地产、金融、资源股，跌幅超过一半。惨烈的典型案例之一是中海集运（2866. hk）。

中石油回归A股之前，H股大涨，中石油“窝轮”涨幅超过10倍、20倍者比比皆是。在此榜样的号召下，即将于2008年年内登陆A股的中海集运，也有很多人摩拳擦掌，准备复制中石油奇迹。以A股的眼光看，中海集运当时10元左右的价格，相当于A股发行后3倍多一点的市净率和25～28倍的2008年市盈率。现在看来，作为周期性很强的行业，这个估值相当不便宜，但在当时的气氛下，好像也不算离谱。可是，这个在大陆同胞们认为不太贵的即将发行A股的公司，其“窝轮”价格一口气从11.6元跌到2.75元，跌幅为76%，而一心想复制中石油“窝轮”的疯狂的人们，稍一迟疑可能就全军覆没，血本无归。因为大家有意无意忽略了，“窝轮”是有时间期限的，到期便是废纸！

类似的国企股无论是正股还是“窝轮”，在过去的半年中，都上演了极其疯狂而后极为凶险的下跌。到如今还幸存下来的投资者基本上是两类：第一，为数极少、相当清醒的人。他们认为港股每天涨一千点，这样的趋势是不可持续的，中石油、中人寿、中国银行纷纷位列全球同行业市值最大，利润却比同行差很多，本身已经超额反映了中国经济的潜力和成长性。因此，能果断在10～11月退出，他们是最成功的一类。第二类，介入港股较早，有低成本持仓，在2007年下半年并没有高位追加投资的人，H股指数目前仍略高于2007年年初的位置，所以这批人仍有一定的利润。

而最重要的是，这两类投资者中，很少人透支买“窝轮”，算是极为理性的一批。香港券商和银行通常对大客户有一定程度的透支，收取高额利息，同时，各色各样的衍生产品也很多，通常都有较大的杠杆。顺势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，可获得暴利而一旦趋势不利，市值缩水的速度远超过我们的想象。

A 股市场上这十多年来，其实每轮行情都冒出不少新富豪，尤其是2000 年以前，券商普遍给大客户透支，透支比例有的时候高达 1∶10。在行情初期并且投资者经验非常丰富的时候，这样做是可以获得暴利的，但人往往不容易控制自己的欲望，不知道收手，因此，几轮行情下来，财富真正不断积累的人其实并不多，尤其这些透支户，暴涨之后能留下大量财富的不多。

而杠杆这件事情，其杀伤力也非同小可。此番美国次级按揭贷款风波原本仅仅是银行系统的坏账上升，引发银行的信用风险和流动性风险，但却波及到投资银行、对冲基金、保险公司等，而且由于牵扯面如此之广，各金融机构因此计提了天量亏损。不少对冲基金倒闭，甚至国际知名投资银行倒闭，皆因杠杆所致。要知道，在各种复杂的计算和全球最聪明的脑袋聚集的地方，无风险收益是非常小的，因此，要获得暴利，只能是大量放大杠杆。当一项投资能获得 0.5% 的无风险收益时，是很没有吸引力的，但如果放大 20 倍杠杆，则会有不少人响应。而形势一旦逆转，只要有 5% 的亏损，就是全军覆没。二十年前的长期资本管理公司、如今的贝尔斯登，都是一样。

看来，黑天鹅（美国数学分析大师纳西姆·尼古拉斯·塔勒布认为，对于不可预计的突发事件的发生，金融市场是没有准备的，而这些事件的发生又不受金融市场的控制。“正如你坐在湖边数天鹅，看到连续有 1000 只白天鹅依次飞过来，但是你并不能据此判断第 1001 只飞过来的天鹅也一定是白色的。”我们知道这个世界上存在着黑天鹅，而历史数据并不能告诉我们下一只天鹅的颜色。更糟糕的是，几乎所有的投资人都根据前 1000 个样本的观察，认为第 1001 只天鹅出现白天鹅的可能性更大。既然每个人都预计出现白天鹅，那么在金融市场上用以防范出现“黑天鹅”灾难的金融工具一定被过低地定价了——编者注）总是会常常来拜访！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在的A股市场，沪深300指数大体上只有2008年动态市盈率20倍，在中国股市历史上算中低位置，大量蓝筹股腰斩。不管怎么说，中国经济仍然是全球为数极少的亮点，垄断企业、大型优质公司的业绩增长也是可预期、很稳定的。但问题是，如果负债炒股或者用有明确用途（例如孩子教育、装修、买房、买车等）的短期资金来买股票，而被深套其中，甚至不得不低位斩仓，则实在是生活中大大的不幸！

这些年，见过不少聚沙成塔的耐心的投资者，虽然本钱少，也不透支，但每次心态都好，几轮行情下来，复利的成果也相当不错。可见，财不入急门，信哉！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动·估值·黑天鹅（二）：艰难的估值和无序的波动

2008－03－22

巴菲特曾经说过，没有做好50%亏损的思想准备，就不应该来投资股票

我们之前曾一再说，世上很多时期，易学难精，看上去容易的事情，因为门槛低，进入容易，其实是竞争最激烈、最难做好的。比如开餐馆，人人都要吃饭，大多数人会做饭菜，但真正成为大厨，还把餐馆经营好的太少太少。股票投资也一样，低买高卖，看上去容易的事情，到了估值和操作两个具体层面上时，不同投资者的绩效可能判若云泥。

一、估值是最艰难的事情

关于巴菲特的书汗牛充栋，但他关于估值的讲述却不多，甚至戏称这是他的“可口可乐秘方”。企业和经济是具体的，变化相对缓慢，但股价却是虚拟的，波动很大，因为股价体现的是公司未来、乃至永续的收入和利润，并且还是一个相对值——相当于资金成本（贴现率）的超额收益。即使是作为企业的经营者，估算次年的状况尚不太易，外人要测算企业的“永续”价值，就跟盲人摸象差不多了。

半年前，投资者在乐观的时候，看见的是黄金十年、人口红利、世界工厂，忘记了股价已经反映了这些利好；现在我们恐惧于美国的“次贷”、宏观调控、企业利润放缓，同样，也完全忘记了腰斩一半的价格恐怕也充分反映了这些不利。

即使以最简单、分歧最少、非周期性的茅台为例，2007 年每股盈利 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，假设今后两年在提价、放量、减税等因素的主导下，每年增长50%，则2008～2009年的EPS（每股收益）为4.5元、6.75元。问题有两个：第一是我们用哪个数据来计算？市场心态趋向熊市的时候，我们会用2007年的静态市盈率来衡量，如果是牛市心态，则会用2008年甚至2009年的动态市盈率算。第二个问题是给予它怎样的市盈率合适呢？用1倍的PEG（市盈率相对盈利增长的比率）算，可以是50倍，用消费类公司30～40倍的PEG算，也不是不可以。再有，按照茅台这样的品牌，是否可以给予更高溢价？因此，不同的人对企业的估值差别巨大，上下差50%是很普遍的现象。

二、市场是波动的，没有50%亏损的思想准备不适合做投资

由于估值没有明确的标准，不同的人有不同的观点和看法，对未来的预期差别很大，不同的人对风险的判断也不同，风险溢价差别也很大。因此，200元的茅台，2000亿的市值，有人认为很便宜，因为这是国粹，这是无价之宝，而一只随随便便的地产股，市值动辄就1000亿，难道茅台不值这个价钱？不看好的人则认为，即使以茅台5～8年高速增长后的收入和利润来算，也需要十多年才能收回投资本金，两个阶段加起来，没有二十年都别想收回本金，真是一件昂贵的买卖。茅台能否无休止涨价以及产量能否持续扩张，这都是疑问。

股灾总是不定期地出现。股价就如同不断膨胀、收缩、再膨胀、再收缩的弹簧，只是每次波动的周期、幅度，没有人能说得清。

巴菲特曾经说过，没有做好50%亏损的思想准备，就不应该来投资股票。他如此说绝非谦虚，因为在金融市场，黑天鹅总是在不留意中出现。用小费希尔（创造成长股理论的老费希尔的儿子）的话来说，市场如同一个巨大的羞辱者，时刻等待羞辱我们。

从这个角度说，我们理解到，一是要有风险意识，在投资之前要做好充分的思想准备，预防没预料到的情况发生。二是要做好长线打算，即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是好公司，也有可能短期亏损，但只有好公司才能买贵不买错。万一买贵了，还可以靠时间来弥补短期的操作失误。而如果买错了品种，而且不幸买在错误的时点上，则有可能永无翻身之日。第三，要给自己留足够的安全边际，不能因市场情绪高涨而被忽悠，以两三年后的动态市盈率或者很高的 PEG 来作为估值的标准。相对来说，PB 比 PE、分红率比 PEG 指标会安全很多。现在很多研究报告用 2009 年甚至 2010 年的业绩来算市盈率，我们深感严重缺乏安全边际。

经过这次大跌才深刻体会到，巴菲特虽然爱好公司，但他更爱股灾和黑天鹅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动·估值·黑天鹅（三）：投资界和实业界的分歧

2008－04－03

投资的成功不是因为对企业进行了干预和引导，而是因为选中了优秀的管理层、优秀的企业。多数情况下，实业界的观点值得高度重视

由于股票的虚拟特性，估值变成一件很困难的事情，于是做投资的和做实业的经常发生严重冲突。

最近的案例是上市公司再融资和大小非减持，集两者于一身的是中国平安保险。金融股的估值本来就比制造业、消费品来得复杂，比如银行怎么去提坏账拨备、对不良贷款的分类标准如何界定、保险公司怎么去提保险责任金、怎么计算投资标的的价值（账面值或公允价值）、给予怎样的贴现率等。而一个参数的改变，可以引发系列估值的变化。同样的人在不同的时间段，用 PE 还是 PB 来估算的值差别太大了。用 2007 年 20 倍 PE 算平安的估值是 40 多元，用 2 倍 PB 算才 30 元不到。

有人曾经提出过一个意味深长的问题，为何经历了两百年证券市场波动的海外成熟股市，对金融股的估值更喜欢用 PB 而不是 PE 呢？他的答案是，由于金融股的杠杆太高，市道好的时候业绩好得惊人，差的时候也下滑得厉害，所以利润的波动很大。而且由于杠杆的缘故，净资产更能说明公司的家底有多厚，在不好的时候安全底线有多少。这次我们真是领教了金融企业杠杆的威力，贝尔斯登 30 倍的杠杆，3% 的亏损就要了命。

正因为这些不确定性，在平安股价三位数的时候（2007 年 10 月 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，中国平安股价最高曾达149.28元——编者注)，大批人认为它前途远大，值200元甚至300元。等到跌破50元的时候，又用PB来吓唬自己。保险股的合理价值到底在哪里呢？可能要经过比较长时间的观察，经过几个经济周期（利率周期）的轮回，才能比较清晰。

不过，管理层、大股东和大小非用他们的实际行动表明了，中国平安的股价在三位数的时候的确让他们流口水了：管理层曾表示，国内金融股的估值远远高于经过暴跌的海外市场，这时候去高价增发收购低水位的资产是明智之举；另外，如果高价增发完成，至少可以大大增厚每股净资产，对极低价格介入的大小非有百利无一害。对已经实施股权激励的管理层来说，管理更庞大的资产，有更多的资源，对个人职业生涯的提升也是有利无害的。

从这个意义上说，南方基金的投资总监王宏远认为，至少在短中期内，产业资本和证券市场存量资金的博弈上，前者更占优势。市场的平衡点可能要等到产业资本（大小非）舍不得卖，大股东和管理层不愿以这么低的价格再融资时才会出现，并迎来新的契机和新的行情。这个观点在我们看来略显悲观，但面对2008年1181亿股、2009年6637亿股、2010年1213亿股的解禁压力，投资者的恐慌和担心完全能够理解。

关于实业界和投资界的巨大分歧，最近我们还看到一个案例。前不久，中金公司组织了一次农业和相关行业的产业报告会及部分上市公司交流会，邀请了广西糖网的一位高级分析师来分析糖的走势。广西蔗糖的产量占全国的2/3，因此广西糖网的价格基本上就是全国糖价的现货价。这位分析师认为糖价仍处于熊市中，5浪下跌没有走完，目前处于某个级别的B浪反弹中，大体的价格是3700元/吨。这个结论一出来，会场上一阵小小的骚乱，因为券商和基金的分析师普遍认为糖价已经结束了熊市走势，正展开波澜壮阔的牛市行情，2008年的雪灾冰冻加速了这个过程，并强化了投资者的预期。但广西糖网的高级分析师则认为，今年甘蔗种植面积并没有减少，广西主要的种植区域并没有遭受大面积雪灾，出芽率等指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标也不错。

分歧挺大的领域还包括楼市价格和地产开发商的前景。2007 年底以来，中信证券等多家券商组织了不少联合调研，万科、金地、保利、招商地产等一线开发商普遍认为：地价决定了房价；刚性需求决定了客户基础；90/70 政策决定了豪宅前景光明；政府财力有限决定了绝大部分城市居民要靠买商品房解决住宅问题。但近半年来，不少投资者认为信贷紧缩、房价透支收入增长，声称要防“地产商忽悠”。

有同行在 MSN 上感叹，十年来，研究分析体系从未这么混乱过！技术分析不灵了，政策信号接收不到了，估值也不管用了！

看来，不断学习，与时俱进太有必要了。投资本来就是不断学习和思考的过程，在面对这些问题的时候，我想到了三个方面：

1. 牢记孔夫子的教导：知之为知之，不知为不知，为知也。对于大宗商品价格的波动，我们之前就没有过深入的分析；对甘蔗的播种面积、出芽率以及其他很专业的知识，没有发言权，就老老实实承认，这个钱不赚也罢。这也是巴菲特教导的，知道自己的能力圈在哪里，有多大能力，办多大事情。

2. 多听各方面的观点，尤其是实业界的观点。对行业的周期、企业经营的把握，多数情况下，投资者（尤其是财务投资者）处于弱势。记得芒格曾表达过这样的观点（大意，原文记不得了）：对于我们投资的企业，我们会给予管理层极大的信任。投资的成功不是因为对企业进行了干预和引导，而是因为选中了优秀的管理层、优秀的企业。多数情况下，实业界的观点值得高度重视。

3. 听其言，更要观其行，实际行动是最好的表态。比如国美电器前不久大量回购公司股份，表明目前的价格至少是没有高估很多；平安保险愿意在 100 元的价格上大规模融资，至少股权融资不会很大比例摊薄大股东股份，但对高价认购的二级市场股东来说，变数就颇大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立思考 辩证判断

——读巴菲特访谈“试图战胜市场是投资者失败主因之一”

2008－04－23

拜读巴菲特文章的三个心得：独立思考，不依赖政府、政策或小道消息；微观企业决定投资成败，而不是宏观经济；辩证判断估值和股价

4月20日，央视二台的《对话》节目是关于股市救还是不救的。本来很严肃的一个话题，最终竟然被娱乐化了。来自河南的一个足浴城的老板，22元买的中石油，老婆下令说，如果跌到12元就跟他离婚。他说，决定斩仓，让离婚永远没有可能发生。但他又说，每洗一只脚他能赚5块钱，如今已经亏损5万元，要洗1万只脚才能赚回来哟！那天看电视的一屋子人笑疼了肚子！

普通投资者很少问自己，为什么你要买入××股票，或者说为什么在××价格？比如中石油，巴菲特在12～13元的价格卖了，你为何要在20元以上买？难道你比股神还牛么？40元以上买中石油的人，有没有想过这一层最简单的道理？

救市是这段时间媒体的最爱，也是百姓最热门的话题。咱中国有股市以来，政府一直在其中扮演一个父爱情结深厚的角色。既然2007年“5·30”要打压，2008年百姓就可以拿这个做借口来要求救市，而之前十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多年的打压和救市不计其数（作者写下本文的时间是4月23日下午3时，当日晚7时，经国务院批准，财政部、国家税务总局决定从2008年4月24日起，调整证券（股票）交易印花税税率，由现行的3‰调整为1‰，此举被市场视为管理层救市的组合拳之一——编者注）。在多年的打压和救市交替轮回中，中国股市从一百点涨到了两三千点。

据我观察，这些年真正在股市上有所斩获的，都不是靠政府、靠关系，而是靠自己的勤奋、努力和思考。世上并没有救世主，唯有我们自己。不了解自己所买的公司，不明白自己在什么样的价格水平介入的市场，永远都是糊涂赚钱、糊涂亏损的一类，假如在市场上混的时间超过三年的话，最终结果一定是糊涂亏损的。

近来不少机构在3000点位置看空，我想至少有两点他们没有考虑周全。第一，宏观经济不等同于具体企业，宏观经济减速不等于企业没钱赚。前些天，康师傅控股公布了2007年年报，作为全国第一大方便面厂家，2007年棕榈油涨价70%，面粉涨价10%，它的毛利还上升，销售增长接近50%，何故？管理的优势，侵占别人市场份额的结果。其他类似的案例也不胜枚举。第二，没有分清楚股价的跌幅（涨幅）是否已经充分反映了基本面上的利空（利好）。就算宏观经济减速，也不至于减一半呐？股价跌幅可不止一半哟！“9·11”、1987年股灾后很多优秀的投资者之所以能赚大钱，是因为他们看到了大众对当期利空的理解是过于恐惧，而股价跌过头了。

如今，重读巴菲特的文章，看人家股神对宏观经济的态度，对股价是否反映基本因素的辩证思考，再次反思：6000点的时候，光看见经济好，长期好，自己持有的公司好上加好，没有看到当时的股价也很充分反映了这些利好。

股神说得好：投资者应当在别人贪婪时自己谨慎，别人谨慎时自己变得贪婪。如果你在别人贪婪时比别人更贪婪，在别人谨慎时比别人更谨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慎，那么你最好不要有任何投资。

总结一下，拜读巴菲特文章的三个心得：独立思考，不依赖政府、政策或机构大户的小道消息；微观企业决定投资成败，而不是宏观经济；辩证判断估值和股价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

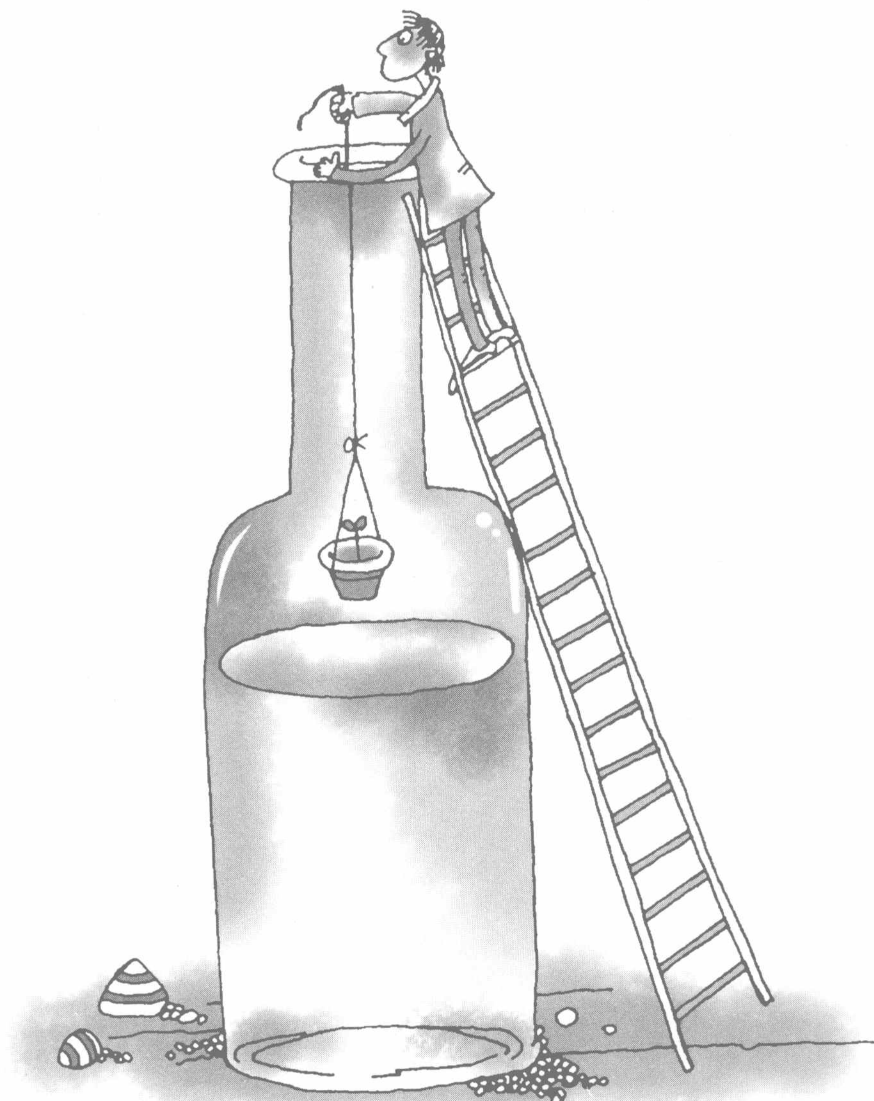
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

好公司是自己浮出水面的

（热点机会篇）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资源和消费的机会

——全球资产配置的调整和中国、印度的人口红利

2006－02－10

股票市场看似杂乱无章，其实，每波大的上涨或下跌都有其深刻的背景和历史原因

林行止——香港投资大师，也是《信报》专栏作家，前期关于伊朗宣布于3月成立以欧元为计价单位的伊朗石油交易所发表了专题报告。大意是说，二战以后美国主宰世界经济，关键是1971年8月15日宣布放弃美元金本位制，可以开动印刷机印制美元换取外国货物。这期间，美元倚仗石油唯一定价及交易货币的地位向全球人民征收铸币税！而伊朗的行为令美元帝国遭到空前挑战。

另一则消息是，根据中国人民银行最新统计显示，到2005年12月末，国家外汇储备余额已达8189亿美元，全年外汇储备增加2089亿美元。如果不出意外，2006年中国将取代日本成为外汇储备最多的国家。2006年1月5日，国家外汇管理局网站上挂出一篇名为《贯彻落实科学发展观，促进国际收支基本平衡》的工作报告，外管局局长胡晓炼说："要进一步优化外汇储备的货币结构和资产结构，继续拓宽外汇储备投资领域。"中国调整外汇储备的结构，其战略意图和方向已经非常明显。

写这些，并非为资源股的上涨唱赞歌或打马后炮。而是说，股票市场看似杂乱无章，其实，每波大的上涨或下跌都有其深刻的背景和历史原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因。例如2003年中国加入世贸组织，当时“五朵金花”，或者称为重化工业时代的领涨品种，加上港口、机场、集装箱，中国成为世界工厂的故事在股票市场上得到完美的演绎。

我们关心的是下一个将演绎什么故事？不妨想想这样一些大线条的历史。宋明清朝代，封建中国处于发展的顶峰，随着工业革命的开始，欧洲的生产力和经济快速发展，加之造船技术的提高，欧洲皇室开始了全球的掠夺，19世纪显然是欧洲鼎盛的阶段；但随着两次世界大战席卷欧洲本土，置身事外的美国成为世界强国，这才有全球制造中心、金融中心、科技中心向美国转移，国力超级强盛，美元成为全球货币的历程。

故事的另一个方面是BRICs（金砖四国）——中国、印度、俄罗斯、巴西。自清朝中叶以来，华夏大地经历了约两百年的战乱、纷争，1949年新中国成立后，经济发展也是断断续续，一直到1978年改革开放以后，才有了持续、飞速的发展。而其他几个大国——印度、俄罗斯、巴西最近几年也出现喜人的经济增长。这样，全球的产业结构、经济中心自然而然地向东移动，并引发20世纪90年代中后期以来的商品期货牛市。

除了生产资料价格的上涨外，BRICs区域人民收入水平的提高并带动的消费力量也是绝对不可忽视的，尤其是中国和印度这样的人口大国。夏威夷海滩上最好的别墅是日本人买的，路易威登旗下的奢侈品主要的增长潜力仍来自亚洲。由于亚洲地区的经济是出口+消费双引擎驱动的，那么我们很容易地想到，中国这样的人口大国勒紧腰带多年后的消费能力的启动，其总量和增速都是令人惊叹的。

伴随着实体经济大规模转移的还有金融资产的转移和重新配置。2005年以来，中东国家的“油元”赚得钵满盆盈，但巴以冲突以及最近的丹麦漫画事件（2005年9月下旬，丹麦最大的日报《日德兰邮报》发表了以伊斯兰先知穆罕默德为主题的12幅漫画作品，由此引发了一场漫画风波，甚至引发暴力冲突，造成人员伤亡，最后演变成一场国际共同关注的事件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——编者注）都令“油元”开始寻找欧洲和美国以外的投资渠道，BRICs再次成为他们的关注热点。在世界金融体系资产配置上，哪怕有一个百分点的调整，对于大中华地区的资产或资源价格来说，都不是小事。

我的一个朋友对中国股市原始上升浪有这样的表述：20世纪90年代的第一浪是股票市场从无到有的过程；1996～2001年的第三浪是股票市场从深沪两地走向全国的历程；始于2005年的第五浪则是从中国走向世界的阶段。QFII额度的持续增加，外资对中国金融、实业企业的参股、购并，上海北京等房地产的火爆，都显示出全球资本对大中华地区资产的兴趣和高度关注。从这些角度看，香港股市，尤其是H股指数的上涨都不那么简单，它们既有基本因素的带动，更有国际资金在全球配置上结构性调整的痕迹。建行、交行、中人寿、平安保险为代表的金融股，中移动、中联通、中兴通讯为代表的通讯科技股，中石油、中石化为代表的工业股，首都机场、招商局国际为代表的基础设施板块等，从基本面到技术面都呈现出完美的牛市景象。那么，A股市场上的公司如果基本因素良好，有什么理由不走牛市呢？

当然，目前的市场的确存在分歧，大家对即将到来的IPO新老划断以及6月份以后非流通股的出笼有很多担心。但我们可以这样想一下，为什么2001年以来的熊市没有击倒上海机场、上港集箱这样的基础设施股票？2005年周期类股票的大幅下跌没有拖累贵州茅台、云南白药这样的消费类公司？这是因为基本面和估值是其中最本质的因素。换言之，新老划断后的IPO新股估值如果高于现在已上市的股票，为什么老股要跌？外资有意并购、大股东有意增持的公司，其流通股为什么有大幅下跌的理由？

因此，站在全球资产配置调整的角度，展望中国经济由出口和投资带动转向消费、出口、投资并驾齐驱发展的前景，中国、印度等国对资源的需求是刚性的，这些人口大国在经济繁荣后的消费潜力也是巨大的，我们对于消费、资源、基础设施类估值合理、甚至低估的企业充满信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财不入急门

2006－02－13

时机抉择当然能带来超额收益，但时机抉择的不确定性和难度大大高于品种选择

前些日子看一本财经杂志，里面有一段关于基督教教义的引用：“进入永生的门是窄小的，我们必须弯腰、屈身，使自己变小，才进得去。那又宽又大的门，多人进去，都是引向灭亡。宽敞而顺遂的路常是危险的。”

2006年以来，证券市场一直很好，和朋友们的聚会也频繁了很多。多数朋友的观点很一致，而且惊人地一致：在整个国家战略调整的大趋势下，资本市场的繁荣是必然的。加上格林斯潘在过去的5年来一直实施的宽松货币政策导致了全球资金的充裕，因此，金融资产在全球范围内的重新配置必然引发很多领域的轩然大波，用印尼海啸来比喻怕也不过分。这不，全球的房地产已经火爆了，商品期货市场也热情燃烧了，接下来的是什么？我们且看吧。

我想，其实还是一个更具体的问题——操作的问题。很多时候，我们在理论上、预测上花了太多时间和精力，书生气十足，把最关键的“怎么办”给忘记了。而怎么办的问题，则是“胜兵先胜而后战，败兵先战而后求胜”，这既是孙子兵法里的教导，也是2005年最优秀基金经理之一——广发稳健基金经理何震的总结。

很显然，2005年12月中旬以来，10个交易周涨了200多点，不少股票翻番，怎么说也是累积了不少的获利盘。加上新老划断在即，非流通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲击就在眼前，看空的人自然是理由多多。如果我们在这个阶段，为了交易而交易，为了不错过热点而去追，那么受伤害的概率简直太大了。虽然中国是资源缺乏的国家，但国际商品期货市场上有色金属品种价格的波动，绝对会影响当前的股票持有人心态，并进一步波及到其他的资源品种。

因此，如果没有足够充分的数据、足够翔实的研究，对资源品种的储量、开采成本（尤其值得重视的是国家征收的有关费率和税收）、价格波动、当前业绩、折现含金量、预计分红等诸多因素给予综合考虑，并给予一个足够的安全边际，那么投资当前的热点——资源股，投资者心态会受很大的影响。

但对消费类品种，我们感觉市场正在重新衡量和评估。记得 2005 年在很多基金经理的回顾和展望报告中，不少基金经理对没跌过的消费类品种好像不太感兴趣。意思是说它们已经充分体现了基本面的因素，估值合理。但是，贵州茅台的涨价以及一份关于云南白药的深度研究报告，居然把这两个没跌过的股票打到涨停，他们对消费类品种恐怕真的要刮目相看了。

曾经想过，巴菲特持有的股票很多是和消费有关的。看香港很多与大陆有关的消费类公司，股价可谓稳步攀升，不管指数如何波动，从来都是完美的上升通道。但是持有这些股票的投资者却是很寂寞的——持有的时间要长，要耐心，每次的上涨也不惊人，完全没有热点股票的迷人风采（尽管随着时间的推移，长期看，收益巨大）。

看来，财不入急门。尽管牛市当前，如果心态调整不好，选股不当，也不容易赚钱啊。

最后，还是那句话，顶顶重要的是选股。时机抉择当然能带来超额收益，但时机抉择的不确定性和难度大大高于品种选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新会计准则与中国资产

2006－02－23

一直疑惑于一个问题：为什么万科的B股价格从2005年年中以来持续比A股贵，而且进入2006年后，这种趋势更加扩大化，多的时候超过30%。同样的公司，同样的信息披露，怎么会差别那么大？即使算上人民币汇率的长期升值因素也不至于啊！直到近期新会计准则公布，才算找到了比较合理的解释。

事实上，香港从2005年起就修改了会计政策，和西方国家进一步靠拢，比如对地产股多采用“重估资产值”来定价。由于近两年来香港经济复苏，楼市繁荣，负资产人数大大减少，本地地产股都有不俗的上涨。自2005年下半年以来，香港股市的中资地产股均走出牛市行情，富力地产、合生创展、上海复地、华润置地等股票价格均翻了几番，估值都在15倍PE左右。相比之下，境内投资者还惊悸于国家宏观调控的压力，对A股、B股市场上质地良好的地产股还没有用“重估资产值”来定价。而海外投资者用他们的思路看，当然觉得B股市场上的万科、招商地产便宜了，于是大买特买。

终于，我们看到上周财政部公布了新会计准则和审计准则，有关部门还在人民大会堂召开了新闻发布会，宣告与国际惯例接轨，从2007年开始由上市公司先行实施，其他企业鼓励采用新会计准则。

在这些修改中，最抢眼的是“公允价值”的提出。有价证券的公允价值比较好确定，尤其是上市交易的品种，但房产、土地、艺术品、专利、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无形资产这些品种的公允价值差别就很大了。中国的第三产业本来就是发展最慢的，公估、审计等方面的专业人士非常欠缺，更何况还有一个整体社会的法制、道德环境的制约。所以，业内的一个整体感觉就是，在新会计制度下对企业资产的核算、利润的评估，调节空间甚大。

与国际接轨，这是大势所趋，我们也没什么好疑问的。至于这个国际惯例是好是坏，那是另外一个问题。而且中国目前在很多领域，尤其是高端领域都没有话语权、定价权，这也是现实。关键是，这样的一些制度和行为究竟意味着什么，能给我们带来什么，就值得思量了。

问题的另一个方面是，如今的企业无论上市与否，其土地、房产等固定资产都是以原值记账的，包括无形资产如品牌、专利等，大幅增值的案例不多。而随着人民币的升值、中国国门的继续打开，外资在国内的收购兼并、经济渗透越来越多，每当国有商业银行引进海外战略投资者、国有企业民营化等事件的发生，都伴随着“国有资产流失”的口水战，甚至上升到政治高度。因此，如何公允地给资产、企业一个合理的定价，是摆在我们面前的大问题。

我们不排除这样的臆测：高层极度担心未经重新合理估值的中国资产——从土地、矿山、网络、品牌到知识专利等，在原始账面值的记账体系下，被外资抄了底。而这些博人民币升值的热钱一旦获利退潮之后，将给经济带来较大负面影响。因此，当务之急是让上市公司做大市值，提高身价和门槛，阻止收购。

此外，本周三，央行在公布的2005年四季度货币政策执行报告中，也再次强调了资源价格扭曲的问题。报告认为，与国外相比，我们的煤、焦炭、天然气、水、电、原油、成品油的价格相对低廉。地价方面，不少地方政府为招商引资，压低征地补偿费。种种因素，扭曲了宏观经济的正常规律，加大了汇率的上升压力。

所以，我们判断，在新会计准则出台后的头几年，对企业价值的影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正面大于负面，尤其是在经济走上升通道的时候。我们一直认为，大中华地区的资产，以 A、B、H 股，房地产、资源为代表，正被全球流动资金高度关注并积极介入。国内证券市场的制度性变革——股权分置改革以及会计政策的修改，这些因素都成为促成牛市产生的深刻背景和重要因素。

问题还有另一个方面，虽然此次会计制度调整短期将促使企业价值的大幅提高，但长期看，“公允价值”公允与否，真是个大问题。而且，“公允价值”本身就是一把“双刃剑”，也是一个波动的概念。当经济从繁荣走向萧条，公允价值的下跌将令企业业绩和身价雪上加霜。

此外，从上市公司层面看这个问题，似乎谨慎的观点多。据有关媒体报道，有上市公司董秘认为，何时、怎样实施新会计准则均需进一步研究，而来自注册会计师的观点则认为，单纯的资产重估不带来现金流，如果计入当期损益虽然令每股收益大增，但却要缴一笔巨大的税款，给公司和股东带来沉重负担。因此，管理层和股东有否动力和实力做大市值，还是一个挺大的疑问。

我们认为，粗放型的做大市值，如无实质盈利能力的提高、公司治理结构的改善，对投资者来说未必是机会，甚至还是风险。我们要寻找的是伴随现金流增长的膨胀和繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万科和招行会是深发展和长虹吗？

2006-03-01

简单地说，股票的超额收益来自两方面：第一是未知信息；第二是估值观念改变

经历过1996~1997年牛市的人，肯定对深发展和长虹留下深刻印象，短短一年半的时间，这两只龙头股票的涨幅是15倍。深发展和长虹当时具备这样一些特点：盘子和市值足够大，能容纳大量资金；业绩足够好，有很强的号召力；持续的股本扩张能力，放大股权溢价。从行业属性上看，长虹为代表的家电行业（轻工业），是20世纪八九十年代中国第一轮经济起飞阶段的优势行业。

2006年开始的行情不是因宏观经济而起来的行情（因为全球的宏观经济都在往下走，不衰退就不错了），而是因一些金融因素而起来的行情——人民币升值、全球资金泛滥。所以，是大中华地区的资产值钱，而不是严格意义上因经济从谷底走向繁荣的绩优股市盈率行情。

相对来说，制造类的公司比资产类的公司负面东西多一点。制造业在成本方面是原料价格上涨的巨大压力（2008年5月，石油价格突破每桶130美元的水平，制造业原料价格上涨的压力进一步加大——编者注），在市场方面，经过连续多年的外贸增长，国外需求的扩展空间有限，而国内的产能扩张还在无限进行。所以，我对广义的制造业持有怀疑。

大中华地区的资产值钱，无非是人民币升值的原因，地产金融就是此轮行情贯穿始终的热点。那么，万科、招行以其未来几年的成长性、盘子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足够大、市盈率足够合理甚至偏低、足够的送股扩股本的能力，已经具备了当年深发展、长虹的特质。1996～1997 年坚定地持有深发展、长虹，不亦乐乎？如今，能发现万科和招行，并意识到它们的成长可能性，不亦乐乎？

其实，简单地说，股票的超额收益来自两方面：第一是未知信息；第二是估值观念改变。未知信息在任何市场环境、任何时间都在发生，分分秒秒；而估值观念的改变，则能判断投资者的能力、素质以及道德修养。

对于我们来说，没有能力打听到内幕消息，却有足够的经验和能力知道 1996 年的深发展，如果有 0.8 元的业绩，10 送 10，估值上肯定值 16 元，而非 6 元。我们也能够判断，2006 年如果万科的业绩有 0.45 元的话，股价应该值 6.5 元才对。因此，万科在 4 元以下是非常安全的，我们需要倚赖的是自己的估值判断——比市场超前就足够了。

2005 年建行以 2.35 元发行，上市后还一度跌破发行价，真让人感慨啊！国家后面还要发行中行、农行、工行，如果第一只国有银行股发行就失败，怎么可能呢？一定会去做的。

所以，我们觉得万科、招行、中石化、建行、交行这些公司的信息是足够透明的，没什么猫腻和藏得住的信息。买的人无非是根据估值、国家战略这些内容。

还有呢，这些年感觉大类资产配置是最重要的。例如 2001 年以后撤出 A 股，去做 H 股或 B 股，或买房子，这是大方向的判断。2005 年以后，开始买 A 股。而在大类资产配置的下一个层次是主题资产配置。我感觉 2006 年开始的行情，就是地产、金融（大中华地区资产的概念）。从这个角度看，万科和招行有王者风范（这两年的市场表现也充分证明了万科和招行是这轮大牛市的领涨龙头股。经过复权计算，万科最大涨幅达 12 倍，招行最大涨幅达 8 倍多——编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特阐述并购六原则

2006－03－07

我们把并购当成是锦上添花的事情，首要的还是公司有足够好的质地，足够令人信服的增长

朋友中有人是投行出身的，做了好些年的并购财务顾问业务，所以对并购特别感兴趣。2006年以来，由于外资可以战略投资A股，并连续出现福建雪津啤酒被高价收购，水泥、钢铁公司被外资扫盘的案例，搞得个个群情激动，都觉得有很多机会。

我们寻找了一圈，发现了一些目标，一个同学形容为“在南京路上养猪”。是啊，黄金地段被一帮无能的管理者浪费，每年只有那么一点点收益，如果被某个大佬看中收购，那就发啦。但是，这个事情何时发生呢？半年？一年？三年？如果这期间公司经营持续恶化又该如何？

这些问题在同伴们中间产生很多争论。2006年3月7日出版的《中国证券报》关于巴菲特2005年年报中有关并购的原则，算是给了我们一个很好的答案，虽然算不上是标准答案。

在3月4日公布的伯克希尔公司年报中，巴菲特不仅披露了该公司在2005年的经营业绩和财务数据，更让人津津乐道的是他一年一度的“致股东函”。成千上万的“巴菲特迷”希望从这位75岁的“巴哈马圣人”的字句中，寻找到今后投资的启示。这封“致股东函”有21页，占82页的伯克希尔公司年报篇幅的1/4，其中谈到大宗并购必须具备的六大标准：

一是大宗交易（并购公司的税前收益不得低于7500万美元，除非它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能很好地融入伯克希尔公司旗下某一企业）；二是持续盈利能力（我们对未来项目不感兴趣，盈利状况突然扭转也不可取）；三是业务收益状况良好，股票投资回报满意，同时目标公司应没有（或很少）负债；四是现成的管理团队；五是业务简单；六是提供收购报价。

仔细看这六大原则，其实是秉承了巴菲特的一些基本投资原理：要投资简单易懂的行业和公司；要有好的管理团队；尤其重要的是要有持续的盈利能力。他们对未来的故事不感兴趣，对盈利状况的突变也认为不可取。其实，这就是朴实的价值投资，无非是用并购的方式来操作。

岁月和经历，给了巴菲特足够的智慧和经验。因此，他言简意赅地概括出并购的六大原则。在我看来，我们认可的万科、招行具备了六大原则的前四个条件：年度净利润在10亿元以上；业务单一易懂；盈利稳定且持续；好的管理团队；从股东层面上看，没有单一控股股东，容易引发并购。当然了，遗憾的是，由于行业性质的原因，它们的负债水平都比较高，而且将来还会持续不断再融资。

因此，我们认为“经过反复考虑和挑选的金融、地产、消费三大行业龙头公司的配置，能抵御此次调整，并在今后带给我们合理的收益。如果其中还隐含有并购价值，则更是锦上添花了。”也就是说，我们把并购当成是锦上添花的事情，首要的还是公司有足够好的质地，有足够令人信服的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司规模不能太小

2006－03－10

我们今后选股还要多加一个总利润指标。不够一个亿的公司规模太小，波动太大，失败率比较高

今天看了《上海证券报》的“朱平专栏”，说到企业的三个阶段（参见“基金经理投资笔记丛书”朱平著《投资是一种生活方式》一书中《小企业的成长之路》一文——编者注），即净利润小于1亿元、1～10亿元、10亿元以上三个阶段。第一阶段的公司失败比例很高；第二阶段的公司需要转型成功，保持地位；第三阶段的公司通常能有较长时间的高速发展。

我翻看了一下我们一直比较关注的消费类公司，类似国投中鲁、第一食品、承德露露、七匹狼、上海家化、瑞贝卡之类的公司，就是第一阶段这类，净利润规模很小，失败概率很高；第二类是烟台万华、张裕、伊利股份、云南白药、双汇发展、天士力、锦江酒店之类的，已经是行业龙头的地位了；第三类是万科、招行等，这跟行业性质和行业空间有关系。所以，从这个角度看，我们今后选股还要多加一个总利润指标。不够一个亿的公司规模太小，波动太大，失败率比较高。这个原则也和我们前几天看的巴菲特选择并购的六大原则中的第一条吻合。可见，投资从不同的角度得出的结论是比较类似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能错过身边的龙头股

2006－03－29

我们不能错过的就是这轮升值浪潮中收益的行业或板块——地产、消费、金融服务业

不知不觉，三四个月下来，万科股价已翻番，我们一直看好的红酒行业——龙头张裕的涨幅也远远超过指数。问问身边的人，除了在资源股上有不错收益的，其他人还忙于寻找黑马，期待激动人心的上涨。

询问了一遍以前研究所的同行们，对人尽皆知的白马绩优股，如万科、招行、华侨城、贵州茅台、上海机场、上港集箱等，他们已经降低了研究和推荐的力度，转而深挖一些小市值、业绩爆发性增长的股票，连业界大腕——中金公司也不能免俗，年前推出了一个小盘高成长股组合。

这个现象令人疑惑。事实上，3 月中旬以来，人民币升值的呼声一浪高过一浪，地产股的热度也一天天升温，携迪斯尼概念的界龙实业连拉涨停，而上海本地的陆家嘴、浦东金桥、中华企业，深圳本地的深宝恒（2006 年 10 月 9 日，公司更名为中粮地产——编者注）、泛海建设、深振业 A、深天健，天津板块的泰达股份、津滨发展等等都升势不错。可是统计了一下，从 3 月 8 日指数 1238 点涨到 3 月 29 日的 1305 点，涨幅超过 30% 的地产股不过是界龙、亿城股份、深宝恒、万科等寥寥几家。不屑于万科这样涨幅大、基本面透明、没有格外题材的聪明人，并未找到几只能安心持有的黑马。

事实上，无论深圳本地还是外地的朋友们，对万科、张裕、招行、华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

侨城这样的消费服务类公司还是相当熟悉的，因为它们是我们身边的企业。但我们往往无视它们的存在，虽然可能天天在使用它们的服务，甚至买了它们建造的房子。并且很多人对2005年以来大量地产股的股价创历史新高，并且万科B股持续、大幅度超越A股等事实——铁板钉钉的事实完全无动于衷（在历史性的机遇面前，太多人如此漠然，视界竟然有如此的盲区，令人惊叹）。

想来太多人错过万科、张裕、招行这样的公司，有各种各样的原因：有的是原先套在别的股票上，总期待能解套再说；有的仅仅是因为这些龙头公司涨幅大了，不愿意再追高；还有的自恃聪明，认为自己能找到更有爆发力、更能给人惊喜的品种，不一而足。这背后的潜台词就是对企业估值毫无了解。他们不知道股票市场看似杂乱无章，其实是很有规律的，市场经济的价值规律一直在发挥重要的、甚至是唯一的作用。只不过在时间比较短的情况下，这个规律不太明显，若假以时日，价值规律定会将企业的优劣划分得泾渭分明！

我们认为可怕的是第二种情况，明知道龙头公司的估值与现价比还很高，股价上涨还潜力巨大，但仍觉得自己有能力找到更加厉害、更能上涨的品种——所谓的黑马。其实，做了这么多年投资，我们知道，风险和收益是一对孪生子，所谓的黑马虽然在各种条件催化下，的确有惊人的涨幅，但背后的不确定性却并非我等散户可以明了，多数人是看不到底牌的。那么，“明知山有虎，偏向虎山行”在投资领域，或许就意味着灭顶之灾。或许此话有点言重了。

大陆的证券市场从2003年以来逐步国际化，这个过程转变得极为艰难，因为总体市场估值大大高于国际水准，投资者的理念转变更是一个长期、痛苦的过程。所以，无论公司多烂、亏损多严重，股价没有在1元以下的（偶尔似乎有几家，但也是0.8、0.9元的股价），若是香港市场，这样的公司早已是仙股了。因此我们断定，大陆A股市场上为数并不多的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业，其估值现在仍然是合理、甚至是低估，等大量的保险、社保、QFII等资金进来，它们唯一能买的，还是这些大行业的大龙头公司。

另外，融资融券是成熟市场上的成熟规则，预计国内市场的推出也是迟早的事情。可以想见的是，银行会接纳成分指数的股票做抵押来融资，那些小股票、无良好历史记录的股票，恐怕是融不到钱的，这也是一个很重要的选股因素。

回顾过去的岁月，包括香港市场，证券市场大的行情一定和这个地区的经济发展息息相关，产业结构决定了热门股、龙头板块的类别。香港市场地产股、金融股历来都是热点，大陆经济的兴起使H股渐渐抢了蓝筹的风头；90年代中期，大陆的第一轮消费浪潮是家电，因此，轻工业股很多都表现出色；1999~2001年牛市，全球都流行网络股，所以科技股的表现整体强于其他板块。而此次2005年以来的市场，则是一个大大的背景——人民币长期、持续的升值过程，伴随这个过程的是13亿人民的消费热潮：大到房屋、汽车，小到花露水、二锅头。

而我们不能错过的就是这轮升值浪潮中收益的行业或板块——地产、消费、金融服务业。这些行业里已经确立龙头地位的公司，尽管它们已经涨幅不小，但只要回顾每一轮牛市，无论在香港还是A股市场，我们都能发现：龙头公司的涨幅是以10倍来计算的。

我们绝不能错过身边的龙头股！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样赚钱比赚多少钱更重要

2006－04－14

盈利模式是纲，是根本，其他的一切都是目，纲举才能目张

行业龙头，闻名遐迩的绩优股，由于商业模式的不同、行业周期的不同、行业竞争格局的不同，其利润水平是相差很大的。股东每一元钱的投入，其收获也是很不同的。

最近与深圳一家知名的上市公司有了近距离接触。这家公司也是赫赫有名的绩优公司，业绩和分红都不错，2003 年以来涨幅也颇大。但它的问题在于，运营班子、操作层面都不在股份公司里。其实，多数国企都有这个问题，股份公司仅仅是个融资窗口，集团层面才是决定性的。而这家公司比其他很多国企更糟糕的是，除了集团外，还有一个外资大股东。这导致股份公司的所有问题都需要三个“婆婆”，而不是一个“婆婆”才能决定——即集团、市政府（国资委）、外资。因此，我们认为，这个股份公司的盈利前景实在难以分析和琢磨，其商业模式是非常不确定的，我们应退避三舍。

巧的是，今天的《中国证券报》“基金经理手记”栏目中广发聚富基金经理易阳方的文章，居然题目也是“怎样赚钱比赚多少钱更重要”。他开篇就说：“我们一直有一个愿望，那就是希望国内能出现一大批高增长、领袖型的企业，我们投资这些企业以分享这些企业的成长，伴随着这些企业不断成长，我们也能获取巨大的投资收益。同时，这些企业在成长中需要资本支持时，我们也能不遗余力地满足它们对资金的需求。这是一个投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者和企业双赢的模式，也是资本市场发展的基石。”

其实，这也是我们一直以来坚持和崇尚的逻辑。股票市场看似毫无规律，但其实是很有效率、很有规律的。市场不是击鼓传花的游戏，是理性投资者通过给优质公司融资，伴随优质公司成长壮大，并分享其丰厚收益的过程，如这些年我们重仓持有的赤湾、中集、万科、烟台万华、张裕等。

我们认为行业因素（行业特性、行业所处周期、行业竞争格局等）是决定企业盈利模式、商业模式的重要因素，但易阳方还提出了更有建设性意义的思路：不管夕阳企业还是朝阳企业，每个行业都有几个关键赢利点，或在行业的薄弱环节、瓶颈环节，或在产品技术创新环节，或在成本控制环节，或在客户管理环节等等。一个公司的赢利模式如果涵盖该企业所在行业的一个或几个关键赢利点，就有可能成为行业内领袖企业，从而形成稳定持续的盈利能力。

他举了水泥行业的例子：在安徽省有两家生产水泥的上市公司，一家是海螺水泥，一家是巢东股份，几年前生产工艺几乎一样。几年过去了，海螺水泥不断发展，成为中国水泥行业领袖型企业，巢东股份却连年亏损或微利，落到被托管兼并的境地。差异如此悬殊的原因在于海螺水泥发现了水泥行业中的薄弱环节，确立了新的赢利模式。水泥行业是一个存在运输半径的行业，水泥企业的发展在过去一直受制于运输成本的压力，发展空间有限。海螺水泥看到了行业这个薄弱环节，实施T型发展战略，将传统的水泥生产过程分解成两个部分，一个是熟料的生产，一个是加工成最终产品水泥的粉磨站。海螺水泥在长江中下游不断收购或新建熟料生产基地，垄断了长江沿岸的石灰石资源，同时在中国经济最发达地区之一、但石灰石资源缺乏的长江三角洲不断低成本收购小水泥厂成为它的粉磨站，加工自己生产的熟料成最终产品——水泥，然后就地销售。一个看起来简单的突破带来一个新的赢利模式，也造就了一个行业的领袖企业。

我们非常赞同他的观点：赢利模式是纲，是根本，其他的一切都是目，纲举才能目张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主街上简单的企业

2006－04－21

很多时候，简单就是对的

有网友 Leon 同学抗议说，你写的怎么总是“老三篇”呢？没一点新鲜玩意儿？一个外地的师兄要求我给他推荐两只股票，我说招行和万科。电话那头，他好像很不以为然，似乎我在敷衍他。怎么没有些“猛料”呢？

如今的世道，天天都有几十只股票涨停，似乎你的股票不涨停，简直羞于见人。而 Leon 同学进一步又说，罗杰斯还是对的，这些年如果做商品期货，更是发达死了。

可是，我们有没有想过，罗杰斯能做的事情、能赚的钱，我们一定能做到吗？中航油的陈久霖不就是栽了吗？他的信息、资源不比你我多？

我也承认，每天都有很多股票涨停，无数的公司说有资产要注入，无数的“研究员”或股评人士说公司资产要重估。我们也认为，资产注入和价值重估是本次行情的一个非常重要的热点和长期支持因素，很多股票将走出很好的行情。但由于能力圈的限制、知识结构的制约、信息和人脉关系的不足，导致我们对此类公司的追踪能力比较差，因此，往往抵抗不住短期的振荡，所以，这些股票往往不是我们的福星。

举个简单的例子，2005 年“十一五”计划提出要振兴环渤海经济的时候，我们就想到了天津开发区，天津泰达、津滨发展、天房发展都让研究员仔细看过。但研究员的信息表明，这些公司虽然有很多亮点，但不确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性还是太大，有很多地方说不清。而最近一期出版的《证券市场红周刊》的“草根行动”栏目中一篇关于津滨发展的文章，题目就是“津滨发展：投资者，要你没商量”。

我们不是法官，也不是当事人，无法判断是非真伪，只知道这些事情我们搞不太懂，或许公司将来真的有机会一飞冲天（事实上，津滨发展从我们关注的时候起，涨幅至少在五成以上）。但很显然，这样的机会不属于我们。

英文里有“主街”（main street）和“华尔街”（Wall-Street）两个词。主街是每个城市的主要街道，华尔街是全球金融市场的中心。巴菲特说，我将投资注意力集中在“主街”的公司上，而不是那些很诱惑人的、由那些最新的和最伟大的科技发明所启动的公司，后者是华尔街喜爱的公司。

我们将主要投资于能看懂的、业务简单的公司上。我们希望这些公司有简单的管理架构、执行简单的规章制度，很多时候，简单就是对的。

巴菲特说：“我们为了持有（不是交易）而购买，购买几只股票的很多股，而不是很多各色各样品种的股票。”我们努力向他学习，尽管还有很大差距。

大体上，我们会从四个角度考虑备选公司：

1. 有一定的经营历史，以便我们从过去的经营中总结出企业的一些重要特质。

2. 公司有好的商业模式。

3. 公司有足够的核心竞争力以保持上述的商业模式能持续运转。

4. 管理层诚信、理性，以股东利益为重。

其实，这都是大白话，道理人人都能明白，但要做到却不那么容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主人与狗

2006－06－05

在群魔乱舞的日子里，即使是拿小资金去投机，小赌怡情，也千万要记得，狗儿最终是要回归到主人脚边的

“主人与狗”是一个非常形象的经济学比喻，说的是实体经济或企业经营如同主人，情绪或股价的波动如同狗，前者的行为、趋势相对比较持续和稳定，而后者（情绪或股价）就如同狗一样，不停地欢蹦乱跳。一会儿跑到很前面的地方，看到主人还在后面，又急急奔回来，但又跑过头；发现主人还在前面，赶紧再跑上去。主人不过走了半里路，狗儿来来回回可能已经跑了四五里地。

当经济实体的总趋势是稳步向上的，股价总体也会振荡攀升，幅度会超过实体经济的增长，但怕的就是企业或经济实体每况愈下，那与之相关的货币（汇率）、地产、股价，就可能加倍地反映。也就是说，虚拟的价格总是围绕实体的价值中枢在波动。狗儿有跑过头的时候，也有跟不上的时候，但总地说来，是跟在主人身边的。

其实，每年绩优股的行情都是有的，而且基本上是年底年初的时候，即使在熊市中也一样，不过是熊市中幅度小点罢了。因此，在三季度报告公布前后，基本上都是逢低购买优质股的机会。

那么，那些低价重组股呢？从总的趋势来说，企业实体（主人）是走下坡路的，很难得有贵人相助使他们从悬崖下被拉上去。但狗儿好像行走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在云端，蹦啊跳的，不亦乐乎。可是，每年3~4次的业绩公布对它们来说就是生死考验，蹦得再高的股价，也要受到业绩的质问，也要有估值的判断。所以，通常而言，低价重组股的买卖周期都被控制在几周到两三个月左右，而优质股，尤其是长期成长的股票，可以持有几年。

所以，在群魔乱舞的日子里，即使是拿小资金去投机，小赌怡情，也千万要记得，狗儿最终是要回归到主人脚边的。

对目前A股市场甚嚣尘上的资产注入重组股、军工概念等品种，大股东有实力者，或许能真的将上市公司来个彻底的改头换面，但如果股东实力有限或者大股东持股不占优势的企业，是否能将公司的质地改造好，真是天知道！那么，当非流通的法人股可以全流通的时候，这些企业的股价就可能是几毛甚至几分了。而且，我们确信这个过程不会很长，所以，很同意香港市民对股票市场的评价：股票市场有风险？岂止是风险，简直是凶险！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战略性资产还是长线看待比较好

2006-06-12

对于港口、机场、大型煤炭、电力、钢铁企业等国家的战略资源，我们用短期半年、一年的业绩波动来衡量，实在是太过于短视了

6月7日《中国证券报》上的一篇文章——《基金缺席上港盛宴》，罗列了以下一些数据：截止到2005年三季度末，国内基金还是上港集箱的绝对主力，境外基金仅UBS一家进入十大流通股行列，境内基金累计持股7881.36万股。此后国内基金一路减仓，到2006年一季度末，国内机构仅剩下社保102、平安保险和基金裕阳三家累计2589万股，占G上港非限售流通股股份51240万股的5.05%。与此同时，QFII却一路加仓。包括UBS在内，2006年一季度有美林、新加坡投资、汇丰、东方汇理、野村、DBAG等7只QFII进入十大流通股东行列，累计持有10838.97万股G上港，占其非限售流通股股份51240万股的21.15%。而一季度末到现在，上港集箱的股价上涨了七八成。这意味着当前管理资产约5000亿元的基金仅分得盛宴的零头，真是很可惜的。

同样的情况似乎也存在于深圳的港口——盐田港上面。盐田港在本次股改中波折颇多，股改后一度贴权，国内基金抛售较多。且等半年报数据看，没准又是洋人们大量买入。

基金们抛售原先看好的港口股（包括机场、高速公路等交通运输类稳健型品种，以及钢铁、电力、煤炭等不少价值型品种），主要的原因是它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们短期成长性逊色于军工、新能源等板块。但是，我们不得不考虑另外一些更长期的因素。军工、新能源等板块的个股，在最近两年的业绩增量可能会相当不错，但考虑到这些公司以往的业绩比较一般，甚至很差，几倍的业绩增长下来，市盈率可能还是在很高的位置上，这样，投资的安全性得不到保障。此外，这些企业每年 50% ~100% 的增长，还是建立在很多前提条件、假设上的，万一这些条件、假设发生变化，如此高的增长速度难以保障，业绩更是不能支撑很高的股价。

而港口、机场、大型煤炭、电力、钢铁企业是一国的战略性资产，是国家命脉之所在。虽然其短期增长可能放缓，但长期的盈利是有保障的。

中国有广阔的海岸线，东方明珠——香港、上海、天津等城市都是著名的港口城市，近年来，深圳、青岛、大连、日照等港口的崛起令中国的对外贸易如虎添翼。但真正能称的上深水良港，并有强大经济腹地的港口在全球都不算太多，而深圳港（包括盐田、蛇口等）、上海港（包括洋山）就是其中一二。

对于这种战略资源，我们用短期半年、一年的业绩波动来衡量，实在是太过于短视了。别的港口咱不知道，深圳地区的两个上市港口企业——盐田港和赤湾港都是很有特色和竞争力的。赤湾港的大股东是招商局，赤湾的管理层在港口的运营方面是非常好、非常专业的，而大股东招商局在全国有很多的港口资源。盐田港目前上市的资产是盐田国际的一二期，而盐田国际实际的管理者是李嘉诚，李嘉诚等外资占 2/3 的比例。有人简单地形容投资盐田港：和李嘉诚合作做港口生意。这个比喻虽然是粗陋了点，但意思差不多吧。

目前这两家港口股的市盈率在一个可接受的范围内，派息又十分地稳定和持续，虽然不是牛市中最进取的品种，但却是很安全和长线的资产。人民币升值，大家都说地产的价值要重估，但同样是不可贸易的、固定资产型的港口，为啥不会重估呢（在此后的一年时间里，这两只港口股的最大涨幅均涨了近两倍左右——编者注）！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超正常增长——制度性大红包

2006－06－22

制度性红包固然很大，但要拿到手，先看自己有无资源和能力

如果有人在街上拉着你的手说，很快可以有100%甚至更高利润，你一定认为是骗子。但如果股份公司的大股东这么说呢？

请看《证券时报》2006年6月20日的报道：《铁矿第一股＊ST华陶的家底有多厚》。文章称："经过本报记者实地调研，结果显示，重组后的＊ST华陶拥有的铁矿资源价值将高达41.64亿元，折合成每股为12.96元，未来还将有4890.18万吨的铁矿会被尽快注入。"呵呵，这个＊ST的股票，目前股价只有5元多。这不是白送一个大红包吗？山东金岭铁矿把矿山资产注入公司，把盈利能力欠佳的陶瓷生产剥离出来，一个全新的资源类公司奇迹般出现了（2006年11月8日，公司简称更名为＊ST金岭，原公司山东淄博华光陶瓷股份有限公司改为山东金岭矿业股份有限公司，2007年2月12日，公司简称更名为金岭矿业。2007年10月15日，公司最高股价达47.38元。距作者写下此文的5.57元，不到一年半的时间最大涨幅达7.5倍——编者注）。一个＊ST公司——华光陶瓷（000655）就这样在股改中脱胎换骨了（后来我查了该上市公司股改公告，说确保2007年每股收益不低于0.49元，否则就要追加对价，等等）。

这样的故事如果说只有一两个，那也就罢了，可类似的现象、案例数不胜数啊。2006年6月21日《上海证券报》报道："资产注入引发市场良

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好预期，国药股份连续5日涨停”。文章内容是，有分析认为，控股股东或实际控制人下一步很可能把北京、天津等地的医药上游资产注入国药股份，公司将从一个地区性企业扩张为环渤海地区最大的医药商业企业，经营规模和实力将大大提高（2008年1月25日，经复权计算，公司最高股价达83.66元，距作者写下此文的12.5元最高涨幅达5.7倍——编者注）。

如果说，这是上市公司或庄家自弹自唱讲故事，也就罢了。但各主流媒体却以显要位置刊登券商或基金公司下半年的投资策略，例如南方基金就认为“整体上市与资产注入、人民币升值、券商板块、天津滨海新区板块是下半年行情的四条主线。”南方基金管理公司投资总监王宏远指出，A股的国际化会进一步加快，但A股今年仍然有望出现独立于其他市场的更好表现。

可见，送红包的事情还真有那么回事！大股东努力输送利益，基金、券商奋力寻宝，市场因而热闹非凡！

存在就是合理，咱先不搞道德审判、是非抉择，只从各个利益主体看，这样做是有一定道理的。

从大股东的角度看，2005年的股改全流通无疑是开辟了一个完全不同的、本质上的市场。有高人说，从2005年中开始，交易所已经不是那个原来的交易所，上市公司也不是原来那个上市公司了。看似打禅语，其实是说到了点子上——全流通以后的市场格局中，各利益主体的角色、诉求已经发生本质变化。

过往大股东由于股权割裂的原因，不关心股价，不关心市值，只知道掏空上市公司，这太合情合理了，任谁在大股东的位置上，都不会把流通股东当回事的——除了把流通股东当提款机。但现在全流通了，大股东可以高价套现了，事情就发生了变化。虽然流通股东仍然是最大的提款机，是砧板上最大、最肥美的鱼肉，但大股东在下刀之前，是要把它们喂得更加肥美一点的！当然，期间也会出现极少数和流通股东共同成长、共同繁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荣的企业，这是我们美好的愿望。

当然也有不输送利益的，例如《证券市场周刊》曾经揭露过春兰股份的情况说，过去若干年，春兰股份公司作为融资平台，大股东一直有利益输送，好保障企业够融资资格。但自打股份公司2004年业绩只有1分钱，2005年亏损后，融资是没指望了，估计大股东将不但不输送利益，还将盘剥股份公司的利润。当然，这只是媒体的一家之言，不过，这更加说明了全流通背景下，不同利益主体的博弈思路是很不同的。

因此大家判断，如果大股东实力强大，有足够多的资源，并且股份公司的总规模不大，注入资产能产生立竿见影的效果，那么，很有可能股份公司的资本运作平台被高度重视起来，作为大股东逐渐套现手里资产的一个重要渠道——当然了，套现的价格一定不便宜的。另一个必要的条件是，大股东在股份公司的持股比例必须比较大，否则大股东只持股10%，其他都是流通股东或小法人股，大股东注入优质资产的话，岂不是便宜了他人，肥水流入他人田？

从券商、基金等投资主体的角度看，寻宝游戏也有一定道理。且不说人人都有的暴利心态和想法，单就下半年的市场机会来说，如果不搞非正常增长，很难找到行业和公司的亮点。

抛开宏观层面的、大而无当的数据和分析，我们且看一看主流机构普遍给予好评的酒类子行业的数据——来自国家统计局的权威数据，2006年前两个月白酒行业产销量比2005年同期增长19%，利润总额增长32%；葡萄酒行业产销量增加9%，利润增长16%；其他食品饮料行业如乳业、黄酒等，也大约保持比国民经济发展速度高1～2倍的增速。2006年全年前两个月的数据是有特殊性的——元旦和春节假期，所以白酒的数据格外好。全年情况看下来，酒类、食品、饮料都会相当不错。但不错的程度，能有全行业20%增长已经很好了。行业里的翘楚公司能有三四成的增长也是很理想的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，市场追求暴利，至少是超额收益吧，多数人都会这样想。因此，只要企业业绩、规模能在短期内上一个大的台阶，股价是会有充分表现的。

这就是挺大的红包。不过，这个红包是否能让我们普通的投资者拿到，那是另外一个问题了。

这需要两方面的资源或技巧：第一是信息的获取。看 * ST 华陶（000655），从 2 月下旬停牌到 6 月中旬才复牌，复牌前还提示退市风险，而复牌后就持续涨停。所以，这样的红包，尤其是低风险的价格不是一般人能事先知道、大量参与的。第二是分析和判断的能力。目前 * ST 华陶的信息比较明朗了，但股价也涨了一段。我们需要判断的是，大股东注入的资产质量如何、矿产能开采多少年、品位如何、每年的业绩是多少、同类的矿业股的估值是多少、国际矿产品的价格趋势等等。因此，也需要相当的专业知识。

还是那句话，风险，就是你不知道自己在干啥！制度性红包固然很大，但要拿到手，先看自己有无资源和能力！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产注入：美妙的故事需要冷静理性的分析

2006－08－04

资产注入这个制度性红包大是相当的大，而且各界人士也都意识到这是获得超额利润的重要途径。但要拿到这个大红包，却并不容易

周三（8月2日）媒体刊登了博时基金发布的第三季度投资策略报告，他们认为，从2005年开始的牛市有三个阶段：第一阶段是价值发现阶段，股权分置问题解决后，大股东的持股价值可以通过市场来体现或变现，因此，大股东不再透过关联交易抽上市公司的血，反而是要做大市值，这个过程已经在1600～1700点的上涨中体现了；现在处于第二阶段——价值注入，就是全社会资产证券化的过程，大股东通过整体上市、资产注入等方式将自有资产证券化，获得流动性溢价。博时基金估计未来三年内A股市场市值的复合增长率有44%，这部分市值的增长很多是以资产注入的形式实现的，这一过程不可避免地伴随社会存量财富的再分配；第三阶段是价值泡沫。

事实上，我们很早也注意到，如果说GDP的增长在7%～10%，则企业利润增长大体也就是这个水平，优秀一点的公司能保持20%～30%的年增长就已经非常不错了。但从2005年中以来，稍微质地好一点的股票价格的上涨已经是100%以上了，很多已经是2～3倍的上涨。无论之前是多么低估，现在的估值也就能算是合理吧，不少股票已经透支到2008年的业绩了。现在跟研究员聊天，他们动辄就说到2008年业绩如何，算的动态市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率都是两三年以后的数据了。

在这种情况下，市场要上涨必然会寻求新的借口，或者说讲另外一个动听的故事。好在股权分置改革给了我们一个最大的机会，就是制度性大红包，之前我们也提到过。最近一段时间，大股东送红包的事情愈发多起来，大型企业包括上海汽车和上海港，小型公司就更多了，如 * ST 烟发（600766）（2007 年 3 月 30 日，公司简称更名为园城股份。2007 年 5 月 15 日，公司最高股价达 17.82 元。距作者写下此文的 3.71 元，9 个月的时间最大涨幅达 3.68 倍——编者注）被注入房地产公司烟台新世界 100% 的股权；中宝股份（600208）（2007 年 9 月 10 日，公司简称更名为新湖中宝。2007 年 8 月 15 日，公司最高股价达 22.00 元，距作者写下此文的 3.71 元，一年的时间最大涨幅达 4.42 倍——编者注）的大股东新湖集团将通过定向增发 13 亿实现整体上市，而目前中宝股份的总股本不过才 3 亿多一点。可以想见的是，如果注入都能实现的话，* ST 烟发在 2006 上半年亏损后，极有可能迎来一段时间的业绩大幅增长，而中宝股份也将从一个小规模的公司一下子成长为中型企业，这的确给市场带来很多的变化。

早在 2005 年股权分置改革刚启动的时候，当时市场心态和舆论的分歧还很大，管理层几乎是霸王硬上弓地强行开始这项改革。业内一位高人就指出将迎来巨大的一轮行情，因为交易所已经不是原来那个交易所，上市公司也不是原来那个上市公司了。真是一针见血！所以，他领导下的基金和理财产品在这段时间的收益率高得惊人！因为他对市场总体趋势、尤其是市场性质的把握极为准确！

不过，通过这段时间的观察，我们也注意到整体上市、资产注入潮流下的鱼龙混杂。例如洪都航空（600316），股改方案是控股股东江西洪都将 21841 万元的主要经营性资产注入到上市公司里。有一些投资者质疑这些资产到底能带来多少盈利，以及注入的资产有解释不清楚的嫌疑，等等。我们对于这种过往业绩和当期业绩很差的公司是高度警惕的。而且从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常理上说，飞机制造业本身就不是中国的强势行业，即使是局部细分领域有优势，那这些优势能维持多久、能在多大范围内保持，这些都是疑问，尤其是作为军事机密，这些资产注入到公众公司是否有违国家安全的原则，都构成了重大的风险。所以，对于这种机会，我们还是观望、放弃算了。

另外，有相当多的重组或注入，虽然资产注入没有法律、国家安全等方面的障碍，而且也得到有关部门的审批，但事实上企业业绩的改善和整体估值水平未必很吸引人。例如原来叫武凤凰，现在改名叫 G 长航的（000520），原大股东中石化出于产业整合的需要，把这个壳卖给了中国长江航运集团公司，后者目前是 000520 的控股股东。按照公开信息披露，置入的资产在 2005 年前 11 个月实现了 9561 万元的利润，则差不多全年摊薄下来每股收益不过 0. 15 元的业绩。作为交通运输行业来说，目前中海发展（600026）这样的龙头公司不过是 10 倍市盈率，那么 G 长航（000520）（2006 年 10 月 9 日，公司简称更名为长航凤凰。2007 年 9 月 18 日，公司最高股价达 14. 76 元，距作者写下此文的 3. 01 元，13 个多月的时间最大涨幅达 3. 9 倍——编者注）凭什么又要给个 20 倍市盈率呢？显然股价上涨是没有基础的。

算起来，G 长航（000520）的大股东好歹是“中”字头的企业，其干散货运输能力居国内内河航运之首，估计业绩能保持稳定。而很多民营企业、中小企业，置入的资产恐怕都是经过注水的、大力包装过的，一次性炒作之后，留下的只怕还是一片狼藉！

所以，我们对于整体上市和资产注入狂潮，基本持一个冷静观望和仔细分析的态度。

首先，大股东必须真正有实力，如上海港、上海汽车，或者是华侨城、中粮地产之类的央企，它们不是冲着一次性炒作来的，而是真正要把上市公司这个融资平台利用好，所以中小股东尚可有一线希望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，注入资产的定价要仔细分析。如果是高价注入，则难免流通股东又吃了一回哑巴亏；注入资产的盈利能力则是重中之重，类似G长航这样的重组，意义不大。

此外，被重组的企业当期业绩或过往业绩不可太差。因为资产重组、注入的过程很复杂，需要各种中介机构的操作以及管理部门的审批。如果重组不能落实，则股价炒作的理由完全落空，原本的业绩根本无法支撑一个虚高的市盈率，股价风险可谓大矣！另外，重组毕竟类似于动了一个大的外科手术，原先体质好的人才可以较快地恢复身体机能。证券市场基本是锦上添花类型的，谁也不会雪中送炭。所以，我们最好给自己留够安全边际，这样才不至于偷鸡不成反蚀把米。

总之，这个制度性红包大是相当的大啦，而且各界人士也都意识到这是获得超额利润的重要途径。但能否拿得到这个大红包，那就看各人的能力和资源啦，信息渠道、分析判断能力、取舍的智慧，都是很重要的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利模式是重中之重

2006－08－24

不同行业格局，不同竞争阶段，不同的生存环境下的企业，其盈利的难易程度是大不相同的

一个好友曾转述中国首富之一的观点，该首富也是最近两年特别风光的人物。据该成功人士的观点，产业是第一位的，人才和管理是第二位的，产品是第三位的。呵呵，这与我们平常的观点有很大的不同呢。

通常，很多投资者，包括一些机构，一看到上市公司有新项目、新产品就热血沸腾，似乎招募书上描述的美好前景立刻可以实现。其实，这些新项目第一是需要融资，其次是要看是否在技术上成熟、市场销售上能否成功。还要看最终的利润水平与融资成本相比，有多大的油水可赚。这么算计下来，我看多数公司的再融资工程都是在耗费股东资金、浪费资源、制造垃圾、摧毁财富！

我们也通常有一个误区，就是好的管理者是万能的，常见的术语是“只有夕阳产业，没有夕阳企业”。似乎有了好的管理者，很差的行业格局也能赚到钱。的确，我们不排除好的经营管理者的巨大作用。在同样的行业格局下，管理水平高的和差的，那利润不是相差一点点，是相差一个或几个数量级！

但我们不妨想想，最早开放的、最市场化的家电行业，如今怎样？管理者不可谓不能干了。很多的优秀企业家诞生在家电行业，从张瑞敏到李

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东升，包括联想的柳传志，都大体可以算在一个类别里。可是，联想2006年上半年业绩大幅下降；家电行业的股票中，海尔、海信、美的、康佳、厦华等等，有几个是利润持续稳定增长，并得到市场长期认同的？个个都挣扎在薄利的边缘，并被国美、苏宁等销售渠道压榨了本已微薄的利润。

在2005年年报汇总中，我们注意到一些数据，同样是销售收入过百亿的大型公司，利润水平差距甚远。同属于机电产品生产商，粤美的和中兴通讯的销售收入都是200多亿元，但利润一个是3.8亿元，一个是11.9亿元；家电行业中最优秀的是格力电器，182亿元的销售收入，5.1亿元的净利润。这说明行业的竞争格局、产能供应，以及产品的技术含量有很大的不同。

在家电电子行业外，我们又搜索了3亿左右的净利润水平的食品饮料类公司。张裕的销售收入是18亿元，青岛啤酒是100亿元，伊利股份是120亿元。18亿和120亿，这是数量级的差距！这里面所意味着的财务费用和销售成本，完全不是一个概念。

进一步，我们比较了不同行业的情况。茅台、万科、振华港机2005年赚取的利润在11～13亿元左右，但茅台只销售了40亿元的产品，万科和振华港机却需要推销出去105亿元和120亿元的产品。这是多么大的差距！

要说明的是，我们选取的都是管理优秀、行业中的龙头企业，压根没有看那些垃圾公司！可见，不同行业格局、不同竞争阶段、不同的生存环境下的企业，其盈利的难易程度是大不相同的！这和管理层是否努力并不相关，管理层再努力，行业长期地、整体地供大于求，行业门槛始终过低，必然导致行业总体利润率水平的低下。

家电、电子行业不用说了，最早开放、最早市场化，但由于我们始终未能掌握核心技术，始终停留在组装、代工阶段，行业门槛过低，所以行业整合始终完成得不好，没有形成寡头垄断的格局。而且由于是最早开放的行业，到目前生存下来的企业也算是各地的大中型企业，不仅是税收大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户，也是就业大户，因此，这些企业备受当地政府的关照，这也是行业兼并收购、行业整合未能有效开展的重要原因。近期格力电器公布了业绩，3亿元的净利润比去年同期增长15.4%，这还是在铜价节节攀升的不利环境下取得的，应该是很不错的了。但我们注意到，它的负债水平有8成，管理层已经拟定了定向增发方案——向股东伸手要钱了！

同样的情况在啤酒行业也存在。各地政府和各地百姓都似乎愿意保留本地品牌的啤酒企业，不愿意它被大企业并购。尽管它的利润水平一般，而且在华南以外的地区，一年有一半甚至更长时间设备是空置的，这导致了很低的固定资产使用率，其结果必然是股东回报甚差。大券商的研究员对这一现象有详尽的数据，显示在行业集中度高的美国，其产能利用率比我们高2~3成。此外，一些本地企业也以市场占有率为唯一考核目标，即使不赚钱，赔本赚吆喝，也要让外地企业无法生存。我们可以看到在一些城市一瓶啤酒的价格才不到2元钱，比矿泉水还便宜！这当然是消费者的福气，但作为企业的股东，恐怕我们只有避之唯恐不及了。

我们一直推崇的一家制造业公司的管理层就感叹，好在这个行业国内只有他们一家企业，国外的大企业都已经形成了寡头垄断，行业格局非常有序——大家也竞争，但不会是血拼价格，低于成本倾销。由于都维持了一个有序的竞争，大家才有多余的利润去养活研究开发人员，去做一些短期看来没什么利润的、长期的、战略的项目储备，最终是因为开发了众多的新产品而造福全人类。所以，我们很庆幸能发掘到这样的公司，能与管理层有近距离的沟通，从而知道好的行业格局跟差的行业格局，基本上可以用天堂和地狱来形容。

上面我们说的是行业竞争格局不同所导致的巨大差异。其实，从我们持续观测的公司看，一些带有自然垄断色彩的公司，也是高毛利、高利润，换言之，是赚“容易钱（easy money）”的。比如港口和高速公路，赤湾港2005年赚了5.8亿元的利润，销售收入只有17.7亿元；深高速2005

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年有9亿元收入，利润4.8亿元，净利润率高达53.2%，毛利率77%！大体看了一下其他的公路公司，如宁沪高速，也是毛利很高的。可见，高速公路这种道路资源以及天然良港这样的战略资源，即使是傻子去经营也不会很差。所以，之前我们曾提出过，对一国的战略资源不要低估，要有长期的眼光。

另外，我们注意到品牌类企业的优势，尤其是高档消费品方面的。2006年上半年，尽管葡萄和葡萄原汁的价格出现上涨，但张裕能通过调整产品结构，不再生产低档甜酒，多生产高档葡萄酒，从而成功消化成本上升的压力，实现利润增长45%的好成绩。2005年年底到2006年年初，张裕在产品价格上也有调整，提价并没有给销售带来阻力，也没有导致应收款的增加和销售周期的延长。这些都表明行业处于蓬勃的上升周期，并且产品品牌正显示强大的威力——消费者对价格是不敏感的！

类似的产品有很多，大家最熟悉的就是茅台、五粮液等高档白酒，以及女士们熟悉的欧洲一线品牌的服饰、化妆品，都是走的高端路线，不靠销售数量巨大，但靠很高的毛利来取得不俗的业绩。

高毛利的公司意味着为自己树立起强大的竞争壁垒，这种情况不单存在于消费品行业中，工业企业照样有。例如烟台万华虽然是制造类企业，但毛利水平持续维持在35%~40%的水平上，净利润率保持在17%~20%左右。技术领先的确带给它超额利润和持续的竞争能力。同时，高毛利也保障了公司能有足够的降价空间来遏止竞争对手的威胁；这使它有效地区别于其他化工类周期性公司。2006年的半年报是它上市以来首次出现同比业绩下降。2006年上半年，万华可谓流年不利，原油涨价、苯胺价格因事故频出而上涨，并且产品价格下滑，宁波新项目因外围因素停产一个多月等一大堆负面因素都挤在一起。但两大主导产品纯MDI和聚合MDI仍然保持了高毛利。

高毛利也通常意味着好的商业模式。在香港上市的腾迅控股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(0700.hk）2005年销售收入14.26亿元，固定资产2.43亿元，净利润4.85亿元，净资产收益率17.4%，净利润率34%，负债率11%。这意味着它半年就可以挣回全部的固定资产，每1元销售收入可以得到0.34元的净利润，而且公司仅仅有一成负债。所有这一切，都是互联网企业的典型特质——轻资产、高毛利、高净利润率、快速复制。而这些是其独特的商业模式所带来的。

高毛利通常意味着高的净利润率和高的净资产收益率。但同时我们也非常关注负债水平。我们认为，尽管有的企业取得了两位数的净资产收益率，但如果负债水平过高，风险也相当之大。苏宁电器29.9%的净资产收益率是建立在七成负债和个位数毛利的基础上，这样的收益太过脆弱，我们宁可放弃。最近看到巴菲特买可口可乐的时候，它有33%的净资产收益率，负债很少，一半的利润用来现金分红，而且，最重要的是巴菲特买它的时候，是在10~13倍市盈率的状态下买的。这样优秀的公司，如此低廉的价格，能不获得暴利吗?

当然，时局是变化的。我们也观察到一些新兴行业，虽然在跑马圈地阶段毛利很高，但随着新竞争者的加入，行业格局很快发生巨大变化。所以，对于一年、两年或几个季度的高毛利，我们持谨慎观察的态度，尤其对新行业。只有持续的高毛利+高增长，才是股东的福音，才能带来丰厚的利润。

我们的资金是有限的，资源是有限的，我们所要做的就是选取那些用很少的股东资金，能发挥很大经济效益的企业，同时这些企业能用尽可能少的负债来完成这些业绩，在未来的发展中，也不需要股东再给予持续的融资支持。当然了，这些竞争优势不是一时的，而是能保持多年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地主们有福了！

——注定必然如此之演绎版

2006－08－25

相当低的市盈率，确定的增长，实实在在的需求，外围升值、货币充裕的难以逆转，这些因素叠加在一起，地产股能不火

最近一段时间，地产和金融股，确切地说是我们无比看好的招行和万科等走势甚健。招行明显地区别于其他银行股——要发行23.5亿H股，此举将极大提高资本充足率，令招行有更大的实力去扩张，并且此次再融资以后，三年内都不再需要融资，可以想见的是，此后几年，招行的业绩将有一个很大的杠杆提升过程。而其发行价大约在8.5～9元左右，这自然给A股带来极大的支撑。

我们认为，招行在香港的发行价之所以大大高出中行、建行等国有商业银行，跟全球机构投资者对招行的盈利模式的认可有巨大的关系，就是说，同样的银行，同样在快速发展的中国经济体内，从事存贷业务的商业银行，不可避免地受到经济周期大幅波动的影响以及中央政府宏观调控的影响，而招行的主打方向是零售银行，以个人业务为主，尤其是以富裕起来的中产阶级为主要服务对象，则在很大程度上既可以分享到中国经济高速成长和中国百姓快速富裕起来后对金融服务的需求，也可以很好地避免宏观调控以及经济波动对银行利润的影响。而招行用它的战略、IT技术和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服务，也证实了它作为个人银行 No. 1 的声誉并非浪得虚名。对招行的坚守算不算是注定必然如此的案例？

在索罗斯阻击英镑这个案例中，我们发现，作为强势经济体和强势货币的德国马克其实是主导了其他国家经济、货币的方向。德国经济过热，必须加息，马克有升值压力，其他货币要么跟随加息，要么贬值，这是艰难的选择，但没有第三条道路；而二战后美国经济史则告诉我们日元升值背后的故事。里根总统三板斧（双赤字、减税、增加军费开支）救美国经济于 20 世纪 70 年代的滞胀水火中，“里根大循环”之结果是美元贬值的压力越来越大，里根政府只好以政治、军事手段胁迫日本政府为美国的赤字埋单——当时也只有日本有能力完成这个艰巨的任务。在这里，美国是强势主导者。

那么，在目前中国的经济、汇率、楼市、地产股中，是否也存在这样一些主导性的强势因素，以及一些必然如此的事情？

中国目前是每个月 2000 万美元的贸易顺差，无论央行用票据也好，债券也好，无法回收这么多源源不断流入的货币，基础货币的大量投放必然导致流动性的充裕；加息呢？是个理论上的好主意，但加息更导致了热钱流入，而加息一旦影响了经济增长，则会导致就业危机，从而引发社会问题，这是政府最不愿意看到的现象。那么，低利率、货币泛滥，加上地方政府的投资冲动，必然导致中国经济有相当的热度，其中，基建、房地产投资是一个大头。所以，经济有点过热，是目前状态下的必然，虽然是两难选择，但政府选择了适度地让它热一点。

地产、楼市这一块，虽然媒体和业界口水仗不断升级，但是稍微有点脑子的人一定会问这么几个问题：第一，降低商品的价格必须从两方面着手，扩大供应和降低成本。那么，土地供应可以快速、无限制扩大么？商品房的成本中，最大的一块是地价成本，这一块可以大幅下降么？如果不是，房子大幅降价的概率有多大呢？第二，从供求关系上看，如果供应这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

块打不了什么主意，那么需求可以大幅下降吗？单是看看有多少人梦寐以求拥有自己的住房就知道了。而我们上面所说的货币充裕、热钱流入则意味着高端的、投资性的房产，也有巨大的需求。所以说，大家的争论焦点在于价格，而不在于需求。至少在可见的未来，需求是大大的！

退一万步说，通过物业税、所得税等方法，真的控制了投资性的买房需求，也说服了广大的中低收入者“以租代买”，则地产商、开发商欠银行的一屁股债，那还不拖垮整个金融系统？

所以，我们看到，国家对房地产行业的定性是——支柱性产业嘛！哪里能一棍子打死？有序发展、平稳发展是最好的局面。那么，国家的调控政策到底调控了谁呢？没有实力的，没有路子的小发展商！那些有地、有融资渠道、有开发能力的发展商则暗自偷笑。因为国家替他们清理了门户，整顿了行业。从半年报和最近的融资动态上，有实力的地产商无不加大了拓展、并购的力度，万科、招商地产等纷纷再融资以扩大地盘，增加市场占有率。

半年报披露了大半，地产公司的业绩都好得不行：万科半年业绩 0.31 元，比 2005 年增长五成以上；地方性开发企业栖霞建设上半年获得 1.27 亿元利润，预计全年比 2005 年增长 50% 以上，每股收益在 1 元以上；中华企业半年业绩 0.39 元，预计 2006 年会比 2005 年每股收益的 0.5 元有一定程度的提高。而顶顶重要的是，这些股票的市盈率都才十多倍，这对于一个蓬勃增长的行业是极为不相称的！我们知道，市场市盈率的底部是钢铁、电力等行业，这些行业的供求关系是不乐观的，未来几年的增长是有限甚至可能是负增长的。

相当低的市盈率，确定的增长，实实在在的需求，外围升值、货币充裕的难以逆转，这些因素叠加在一起，地产股能不火？尤其是地产股中有大量土地储备，或者土地储备极为廉价的，则业绩增长更有动力！

地主们，有福了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业主义——魔鬼在细节中

2006-09-07

房地产行业其实很大很大，在这种大行业里，做专、做精是非常必要的。只有行业空间没有了，才能谈得上多元化的问题

最近看到一则书评《你只有一条生存之路》，推荐了日本管理大师大前研一的书《专业主义》。大前研一是唯一入选英国《经济学家》杂志“世界五位管理大师”中的亚洲人。他成长在日本最辉煌的时期，见证了日本企业走向世界的成功，但也面对过“迷失十年”的惶恐；他与很多世界级的企业家都是朋友，他可以早上跟IBM前董事长郭士纳一起共进早茶，提出独到的意见，晚上跟GE前CEO韦尔奇争议一个细小的管理问题。

他在《专业主义》一书中告诉我们：你首先要把事业的核心限定在一个狭窄的范围内，然后向纵深发展，使竞争对手无法模仿，只有确定了这样的专家素质，你的企业才能走向成功。我们很早就知道了一个案例——万科在十年前开始做减法，把与地产无关的行业统统卖掉，才成就了今天的专业化住宅设计开发公司。

这本书不仅仅讲这点浅显的道理。在大前研一的眼中，21世纪是一个截然不同的世界。20世纪充满了常识，而21世纪是一个无常识可言、但会突然发生变化的时代。例如，胶卷行业经历过竞争激烈和全球化的洗礼，最后平分世界市场著称的是柯达和富士胶卷，但数码相机的出现令传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统胶卷的垄断地位不复存在，而数码相机则又面临移动电话的冲击。因为如今几乎所有的移动电话都具备了数码相机的功能，相机将只不过成为一个部件而已。看来，世界和产业都变得没有边界，你不知道该遵循怎样的规律。对于这个疑惑，大前给的答案是：跟一切的旧世界割断关系，忘记过去的经验和记忆，专注于未来的单个领域，唯有如此才能生存。

我们的理解是这样的：首先，中国目前还缺乏跨行业综合性企业的经济规模，企业更有可能在一些专业领域里取得成功，这是资源有限的前提决定的。其次，即使不搞跨行业经营，在一个大行业里最好也做细分领域的龙头，这样才真正可能锻造出自己的竞争优势。比如万科就只做住宅，而且是中档住宅，目前也涉及低端廉价住宅。最近他们在深圳关外拍了一块地，拍卖的楼面地价已经高达每平米6000多元。据行业内人士说，万科认为超过4500元的地价他们就不会去拍了，因为普通住宅如果楼面地价达4500元，加上建造成本和适当的利润，已经超出关外同类住宅的价格上限，即使万科的品牌也未必能把价格搞到更高的位置。所以万科选择了放弃。

最近比较关注房地产行业，所以看了一些公司的报表，发现很多企业什么都做，住宅、写字楼、酒店、商场、工业厂房……心里有些狐疑，现在地产行业世道好，只要是块陆地，盖上茅草棚都能卖出去。可是如果行业环境发生变化，这些什么都搞的公司能有持续的竞争优势吗？住宅、写字楼、酒店、商场、工业厂房等每一个细分的市场都需要准确的客户定位、专业的设计能力、优秀的营销能力。现在很多公司仗着自己在市中心黄金地段的廉价土地，能获得短期内的暴利，只怕过几年业绩就打回原型了呢！

最近，中信证券组织基金经理和研究员走访上市公司，形式很特别，走访万科就是与王石一起爬山。那是一个周末，在深圳东部的马峦山，大约有1/3路段是溯溪，6小时的运动其难度超过了部分人的想像。下午，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个小型的会议，王石回答了大家的一些问题，用很具体的事项如民居保护、廉租房等来说明万科对企业公民的概念是如何思考和行动的。

这让我想起一个细节。王石曾经多次去日本大阪附近的“纳得工房”参观，那是一次别开生面的客户体验。王石曾撰文介绍过当时的情形：“戴上使腿脚不灵活的负重绑带，感受老年人的状态；坐上轮椅感受残疾人士的轮椅路径；肚子上绑上5千克铅块，体会孕妇的特殊状况，以此来考虑房屋设计和建造。同行的人中，有人选择了负重绑腿，也有人选择了轮椅，我挑了孕妇肚兜，那是一个里面包着重约5千克铅块的东西。登山者的负重主要在背部，孕妇体验则正好与登山相反，负重在腹部，冷不丁地肚子上多出个东西来，双手总是自觉不自觉地想去抱它。沉掂掂的肚兜让你弯不下腰，蜷不了腿。服务人员把我们带到一个日式的样板房里，没有床，是榻榻米。我试着往下躺，很困难，动作变得很缓慢，费了很大的劲好不容易躺下来，站起来时仍然很困难，非常渴望附近的墙上有个扶手可以支撑一下。”

这些是很细节的东西，魔鬼在细节中，此话一点不假。一个企业的当家人，能有如此的热忱和耐心去琢磨这些很细节的东西，足以说明他对事业的热爱，也能看出他为此倾注的心血。正是这种专业精神和追求，铸造了万科的品牌，形成了它强大的竞争能力。

房地产行业其实很大很大，在这种大行业里，做专、做精是非常必要的。只有行业空间没有了，才能谈得上多元化的问题。类似GE这样的超大型公司，中国企业远没有到这个份上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注定必然如此之 B 股版

2006 - 09 - 18

成功不是一次偶然，不是运气好，而是事前做了大量的工作。所以，机会来临的时候，就很从容地抓住

2006 年 9 月 18 日，B 股涨了。深圳 B 股涨停的有 36 家，最少的也涨了 4.7%。我们在前些天《资金优势 vs 估值优势》（参见本书第一部分“长期性比成长性更为重要”——编者注）一文中提及 AB 股合并的事情，但没想到市场反应这么猛烈。或者说，大家感觉政府行动很快，总之，行情速度之快有一点点出乎我们的预料。

但我们还是非常高兴，因为我们早已在 B 股中部署了重仓。对于那些优质的、和 A 股有巨大落差的公司，我们怎么看都觉得便宜，觉得好得不得了，真是保守人夜夜安寝啊。想着在你睡觉的时候，企业的机器还在运转，每天有源源不断的产品卖向市场，这种感觉真好！

今天电话不断，不断有人问我们是否有关于 B 股的政策出台？我们回答说，中国证券市场上的一些历史遗留问题，如转配股问题、非流通股流通问题等等都已经陆续解决了，尤其是最艰难的全流通问题，现在也彻底解决，那 B 股这个历史遗留问题被政府提上议事日程就很顺理成章了。至于哪天会出消息，具体怎么个政策，我们的确不知道，也不可能有这个能力去打听到。

又想起以前我们写的《注定必然如此》（参见本书第五部分“分享阅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读的快乐”——编者注）等文章，一直在说，成功不是一次偶然，不是运气好，而是事前做了大量的工作。所以，机会来临的时候，就很从容地抓住。《孙子兵法》云：“胜兵先胜而求战。”又曰：“未战而妙算胜者，得算多也。”说的也是这个意思。

20 世纪 90 年代以来，改革开放带给我们很多暴利机会：价格体制改革、原始股（认股证）、1996 ~ 2001 年牛市、2003 年以后楼市、股票细分市场上的转配股、法人股等长线投资机会，以及 2002 年以后的 H 股、B 股的机会等。这些由于制度缺陷和投资标的本身具备巨大投资价值的机会，全部是十倍到百倍的利润！无论哪一次机会，只要抓住了，都可以跻身到更高的社会阶层！

康德拉季耶夫（尼古拉·康德拉季耶夫（1892 ~ 1938 年），苏联经济学家及统计学家，以其大经济周期（50 年）的分析及理论“康德拉季耶夫波动”闻名于西方经济学界——编者注）关于宏观经济的长周期理论说的很清楚，一轮宏大的经济增长周期，通常是 50 年左右，少的也有 35 ~ 40 年。我们真是很幸运地赶上了中国改革开放的这次大周期，从 20 世纪 80 年代开始，经济已经足足爆发了 25 年多！我们还有多少高速增长的机会可以浪费啊！如果将这样的机会错过真是太可惜了啊！

但，命运女神只青睐于有准备的头脑。我们之前曾跟很多人说起过这些大道理，却很少有人能听进去。每每等大涨了以后才匆忙地追进，胡子眉毛地乱抓一气。

这里我们也不妨再乌鸦嘴一次，B 股市场上那些垃圾公司虽然可以趁这个机会活泛一把，但只怕合并以后会继续价值回归，因为它们根本不值钱！这种战略性失败的机会，改革开放以来也不少呢！包括 2000 ~ 2001 年那次的股票泡沫所带来的灾难！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“老金花”重开，相约2000点

2006－11－03

“五朵金花”重新开放，从个案和微观上看，说明它们自身估值现在还是合理或者是偏低的

最近两件事情非常重要：一、钢铁、汽车、电力等周期性行业股票走势非常强劲；二、上市公司三季度业绩披露完毕，一个字形容，那叫一个好！

这两件事情之间是有关联的，后者是前者强劲的重要原因之一。

上市公司前三季净利增长20%，业绩同比增长主要缘于收入的增长和非经常性损益的贡献。在收入增长的前提下，营业费用、管理费用和财务费用这三项费用的绝对水平出现下降，在历次财报中尚属首次。这些数据相当重要，不能不重视。从行业板块上看，有色金属的报表是最漂亮的，钢铁也超出预期，航空算是利空出尽，增幅惊人，整个交通运输类都不错。

我一直有这么一个观点，要说周期，任何行业都摆脱不了大的宏观背景。二十年前，茅台还是那个茅台，云南白药还是那个云南白药，但消费能力、企业利润岂止天壤之别？所以，从大背景看，中国几乎所有的行业都处于大的景气周期内。只不过有的行业起伏大，有的行业因集中度高或其他原因，呈现稳定增长格局。

所以，尽管钢铁、机械、资源等行业周期性很明显，但其中的龙头公司是能分享到中国经济增长的，而且也有很大机会兼并其他小公司。否则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎么理解凯雷等外资公司对国内大行业的大龙头公司的强烈兴趣？他们能控股就控股，不能控股就参股、合资。他们可不是活雷锋啊，是因为中国市场的机会，尤其是行业龙头的机会。

所以，周期性行业的龙头公司以三季度业绩看，估值是偏低的，比如钢铁股里的宝钢，三季度利润和整个上半年差不多，现在实现了90亿元的利润，估计全年情况和2005年差不多。即使按照没有增长的估值，给10倍市盈率也不算高，而市场才给它7倍的市盈率。它承诺最近几年分红不低于0.32元，息率超过5%，远远高于存款。电力股里，申能股份、深能源等都是估值相当低的。航空股在香港已经被追捧多时，原因是油价下跌（或者至少是不大涨）、人民币升值、上座率提升。这三大因素凑在一起，基本就是天时地利人和的意思。航运股的业绩虽然是比2005年下降，但估值的下降更快，所以现在也不能算贵。

当然了，周期性行业股票涨，除了三季度业绩的原因，估值低还有两个因素也相当重要——股价长期蛰伏和指数期货的预期。

可怜的国航一度跌破发行价，曾万千宠爱在一身的长江电力根本与2006年的牛市无缘，大部分周期性行业股票在这几年的走势都颇为反复。而在牛市起来后，投资者心理趋向成长性，对于业绩增长不够“爆发性”的品种不感兴趣，这导致了它们基本上没有短线和中线的获利盘。当然了，指数期货呼之欲出则是另一则催化剂。可以说是指数期货的春风吹红了2003年起开放的“五朵金花”。

以上都是市况和事实的白描，我们希望从这些市况中总结出一些有意义的结论来。

其一，A股市场的估值是有吸引力的，至少几百家成分股公司的定位不算离谱，这是市场继续走牛市的最重要基石。

其二，决定市场上涨还是下跌，一个更重要、更关键的因素是估值，而不是所谓的涨跌幅度和超买超卖程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其三，牛市要么不起来，一旦起来，则必然有背后深层次合理因素、强大的背景支撑。我们要谨记牛市不言顶，熊市不言底。因为在这些根本性因素的力量没有释放完毕之前，市场的格局很难扭转，次级趋势的把握相对于主流趋势的把握要难得多！

其四，如果牛市起来了，则多数股票（至少是超过一半吧）都会有机会，大部分股票也能超越指数。所以，从这个角度看，我们前期对周期性行业的股票忽略了，对制造业公司太低估，研究得很少，导致我们错过了这轮钢铁股的机会。这也再次说明，证券市场是足够公平的，你付出多少，就得到多少，没有付出、没有研究，这个机会就必然不属于你！机会永远垂青有准备的头脑。

最后，如果我们认为周期性行业的大公司定位合理，或者是没到位，还有空间，则 1800 点成为一个新的起点，而不是调整的开始。指数期货是件大事，对市场的长期深远影响大家都没有深刻体会和估计到，现在不过是懵懵懂懂地预演而已。要知道美国从 20 世纪 80 年代开始到 2000 年近二十年的牛市，除了经济增长、企业业绩不错外，一个重要的条件就是 1982 年在芝加哥期货交易所开设了指数期货，机构投资者可以通过衍生工具来对冲风险，从而让保险资金等巨无霸开进证券市场。

如果说 2003 年汽车、钢铁、电力、石化等五朵金花引发了结构性牛市的开始，现在，五朵金花重新开放，从个案和微观上看，说明它们自身估值还是合理或者偏低，从市场整体看，指数格局恐怕是我们未曾预料到、未曾经历过的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与大师对话

2006－12－08

我们还是会对企业的盈利前景保持密切的跟踪，尤其是在整体经济出现大的周期下降的时候保持警惕

应《证券市场红周刊》邀请，11 月底参加了华尔街策略大师安迪·凯斯勒 2006 中国报告会，我作为嘉宾之一与大师对话。

安迪·凯斯勒曾经是华尔街全明星分析师，在摩根斯坦利做了十年科技股分析员后，创立了自己的对冲基金，1999 年年度盈利 377%，成为当年同类型对冲基金的第四名。2001 年，他仅仅亏了 5%，是当年对冲基金的第十名，在那一年关闭了他的基金。本次的安迪·凯斯勒则出身于贝尔实验室，有相当好的电子、通讯行业背景，在金融行业十年的磨炼，使他对科技股投资有深刻的理解和大量的实践。在与他的对话、与同行嘉宾的交流中，我受益很多。

一、供给和需求，寻找需求集中释放的爆炸性机会

自工业革命以后，技术革新一日千里，大规模生产令供给变得越来越容易，反而发现需求是最重要的——对商家和投资者而言都是如此。西方管理学和商界有一个词叫“create a market”，就是创造出一个市场来。很显然，IT 领域就充满了这类被创造出来的需求。

凯斯勒对这类创造出来的需求的集中释放有很深入的研究。他从成本降低的角度谈到的 scale（边界），摩尔定律让信息产品的存储容量快速扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，成本急速下降，因而大众可以消费得起。这样，一个庞大的市场就被创造出来了。还有，他列举的纵向到横向的产业链细分，也是从一个侧面阐述了某个细分领域的技术、专利，如果做到了垄断，也是相当惊人的市场，微软和英特尔是典型。

对我们来说，需求集中释放的机会实在太多了：停止福利分房引发了房地产行业的井喷；社会保障体系不健全蕴涵着商业保险行业的世纪性机会，等等。但凡是与人有关的行业，想想吧，13 亿人口，怎不令人怦然心动！一个小小的腾讯 QQ 就拥有了 2 亿活跃用户，这样的机会无论怎样形容都是不过分的。

因此，我认为无论是传统行业，还是高科技行业，目前中国存在大量的瀑布型机会（即市场潜力很大的机会——编者注）。

二、严谨、深入的研究是投资获利的必要前提

尽管存在很多瀑布型机会，但这不意味着投资是件很容易的事情。

在凯斯勒的书中，他提到每年有大量时间在出差，办公是在车上，而不是在办公室。我所知道的很多国内风险投资者也过着空中飞人的生活。一分耕耘一分收获，瀑布型机会一定要在早期投资。用他的话说就是，早挖掘、深挖掘、到处挖！到底是一条飞流直下的瀑布还是潺潺小溪，这都需要密切跟踪和深入调研，加上独立思考。投资并不是那么容易的事情，大众看到的是成功投资者的金钱、荣誉、光环，大量不成功的投资、失败的案例、无数消耗掉的财富，则被悄然隐没。

勤奋是投资成功的必要条件，而非充分条件。没有勤奋，没有严谨、深入、独立的思考和研究，则一定不可能有持续的成功。

同时，行业背景也很重要。安迪·凯斯勒当了很多年工程师，有专业背景，因此能在相关领域有领先、独到的眼光，这再次证实了巴菲特的“能力圈”理论。对于很多行业，如果我们没有能力了解，还是放弃的好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、对趋势的判断非常重要，而非传统意义的静态估值

有"香港股神"之称的投资家曹仁超先生有句名言，叫作"有智慧不如趁势"，咋一听上去好像很投机，好像很关注时机抉择的意思。最近听他的一次演讲，说股价没有合理不合理之分，每天有人买有人卖，每个人的理由其实都是充分和合理的。他列举了一个科技股的案例，曾从 2 元涨到 28 元，在 4 元就有人说不合理，高估了；从 28 元开跌的时候，到 25 元就有人说合理了。可见，大众的观点和人云亦云的研究报告多半没有了解事物的本质、深入到表象背后的驱动因素上。在他看来，行业的兴衰是最重要的，经济的周期性规律是无法避免的。这种大的周期性的东西，基于人口、科学技术、制度、本地的资源禀赋等，很有规律性，并且不以人的意志为转移。所以，行业兴起的时候，未必能用传统的估值理论来判别，行业衰退的时候也一样。

能有良好的洞察能力，抓住行业兴起的机会，多半就是凯斯勒所说的"瀑布"的意思吧。而他的独门暗器就是：寻找到阻碍它成为瀑布型机会的那些障碍，当这些障碍逐步消失的时候，瀑布就形成了，暴利机会就来了。

四、目前中国好像还没有只买入不卖出的企业

曾和同行交流，其中一个话题是关于"退出"。似乎在巴菲特的词典里，没有"卖出"这个词。他对一只股票持有多少时间的回答是：如果可能，我想永远持有。事实并非如此，他卖出过花旗银行，最近也减持了美元的空仓头寸，早年还关闭了自己的投资公司。可见老人家不是僵硬地一条道走到黑。

会上，《证券市场红周刊》主编郭贵龙问我们：在香港，人人都知道投资汇丰银行是稳赚不赔的，日本人永远看好丰田汽车，韩国则是三星电器。中国有这样只管买入、不考虑卖出的公司吗？这个问题解答了我上面的疑问和思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，从1978年的十一届三中全会开始，古老的华夏大地开始了全新的纪元。到目前为止，近三十年经济都是高速增长的，我们其实没有经历过严重的衰退。1998年香港金融风暴，在强有力的中央政府、中央财政、银行体系的支撑下，经济仍然保持了7%的增长。所以，中国企业没有经受过衰退的考验。

其次，过去的二十多年来，美国经济高度繁荣，中国在全球经济、金融体系内是一个开放内陆市场、大量吸引外资的角色，FDI（foreign direct investment，即对外直接投资，是现代资本国际化的主要形式之一。跨国公司是FDI的主要形式——编者注）一直是全球之冠。但近一两年来，ODI（oversea direct investment，指我国企业、团体在国外及港澳台地区以现金、实物、无形资产等方式投资，并以控制国（境）外企业的经营管理权为核心的经济活动——编者注）悄然兴起，中国企业开始走出国门，走向世界。最近一次券商的年度策略报告则打出了一个令人心潮澎湃的标题——中国装备制造业，装备全世界！

但是迄今为止，中国企业走出国门的道路是坎坷的，成效还不显著。相比起汇丰、丰田、三星等企业，他们都已经在全球市场上有了自己相对稳固的地位。

所以，基于这两点，我们还是会对企业的盈利前景保持密切的跟踪，尤其是在整体经济出现大的周期下降的时候保持警惕。新兴市场是高度波动的，我们尚未练就到股神巴菲特那种只买入不卖出的功夫。

孔子曰："三人行必有我师。"和大师同行，与同行交流，获益甚多！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低期望值：A 股 vs H 股

2007－09－10

对 A 股，我们还是以更加耐心的观点来看待比较好

最近一段时间的 A 股市场可谓多空纷争。自“5·30”后，散户认账，把资金交由基金，导致基金申购超火爆，蓝筹股被抱团推高，以至于业内纷纷讨论 5000 点的风险问题。而之前，业内对蓝筹股基本还是比较一致看好的。

猪肉涨价，直观的效果是百姓急眼了，通胀临头，不投资能干啥？总不能让钱躺在银行白白贬值吧。这进一步推高了股价和房价（尤其是房地产股的价格，因为它有双重收益）。

但政府也不是吃干饭的，港股直通车（2007 年 8 月 20 日，国家外汇管理局批准天津滨海新区为我国境内个人直接对外证券投资业务试点，居民可通过相关渠道，以自有外汇或人民币购汇直接对外证券投资，初期首选香港——编者注）、发行特别国债、提高存款准备金率，指数期货、大张旗鼓风险教育等等，尤其是港股直通车，朋友们一度认为是最具威胁力的一个措施。

在 A 股和 H 股的问题上，有两个截然不同的阵营，既有空仓 A 股去扑 H 股的，也有满仓 A 股对 H 股不为所动的。总结双方观点，大体有如下理由：

不看好 H 股，坚守 A 股阵地的人认为，港股的话语权完全不在我们手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，它的投资者是全球的机构、基金，这些资金是全球化配置的。虽然他们承认大陆的经济繁荣、企业的增长不错，但他们对于增长的周期性和估值的安全边际有更深入的认识。比如说，他们曾经见识过亚洲四小龙的繁荣，后来在亚洲金融风暴中，尚存的还有几家企业？又比如说，尽管在我们眼里，招行是一等一的成长型中小银行，但在他们眼里，香港的恒生银行做零售业务一样很出色，每年的业绩增长也是双位数，但市盈率才十多倍，包括汇丰银行这样的巨无霸企业，依靠出色的全球配置，也一样能有双位数的业绩增长和十倍多一点的市盈率，为何非要买30倍市盈率的招商银行呢？

此外，香港的资金成本与大陆不同，贴现率不同，估值理应有所区别；同时，香港市场上名目繁多的衍生产品和避险工具不但能防止投资对象长期严重高估，在供求关系上，也不是只有一种东西可炒。简单地说，如果看好招行，除了买正股（3968. hk），还有很多认购权证可买，杠杆大、价格低，实在很符合大陆朋友的胃口。不过，固执看好H股的人也很有道理，A股招行37元，H股27元，活生生便宜10块钱，干嘛不买便宜的？这直观的道理朴素得让人没法驳斥。

于是，话不投机，半句都嫌多。个人忙个人的去，看好H股的朋友忙着赚钱，找AH差价大的，或即将发行A股的；看好A股的朋友依然忙着调研业绩有望超预期增长的品种，大家都没闲着。

但听了他们的辩论，我认为对A股和H股都不应该抱太高的期望值。

对A股来说，很简单，A股招行37元，H股27元，其他指标股如中国人寿、中国平安、工商银行、中国银行、中石化等等，都有20% ~50%的差价，如果说有资金成本、投资习惯、做空机制等方面的原因，差价在10%上下尚算合理，但差了那么多，A股的指标股难免有孤军深入、形单影只的顾虑。加上的的确确不便宜的估值，基金阵营一旦发生分裂，或者说某个阶段百姓申购基金出现断档，则A股的短期风险会比较容易发生。

不管怎么说，直通车给了A股一个很好的参照系，至少是制约了股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狂飙的空间和速度。所以，对A股，我们还是以更加耐心的观点来看待比较好。上市公司业绩再怎么超预期增长，毕竟股价的涨幅远远超过业绩的增长幅度，股价透支未来业绩的事实是难以抹杀的。既然已经提前吃掉了明年甚至后年的饭，那么有个半年、甚至一年不吃东西，慢慢消化，也是很正常的。

对H股来说，我们可能印象中有2000年初开放B股的美好记忆。但是2001年B股井喷有一些特殊的前提：长期低迷的市场、几乎完全丧失流动性、市值极小，同时A股已经被畸形暴炒了两年，在这个背景下，一旦放开资金流入，唯一可以形容的词是“泄洪”，股价不涨那是不可能的，暴涨才是最合理的。

但H股不同，连同红筹股市值有8万亿，加上衍生产品和可卖空的股份，规模远非当年的B股可以相比。此外，H股从2003年以来的涨幅也不小，估值也不便宜，可以说，整个大中华地区的股票都不便宜。

在这种情况下，憧憬AH弥合差价，多半是一厢情愿了。

赚钱不容易，股神巴菲特的长期收益率也不过是每年两成多一点而已。我们这两三年的收益率已经很高了，随便找个人都超过股神，收益率吓倒海外基金经理。所以，悠着点，留点钱给未来赚，这才是最理想的状况。

（作者注：2007年四季度开始，港股进入调整，到2008年2月，H股指数从20609点跌到11778点，跌幅42.8%，同为成分股的沪深300指数，从5891点跌至4414点，最大跌幅25%。可见H股并没有因为便宜而少跌，至少是阶段性事实如此。因此，决定估值的因素，远非我们简单想象的那样看看财务数据、调研调研企业就能搞定，交易制度、资金供给、投资文化、投资者结构等，均非常重要。它们再次证明投资是不断学习的过程。至少我们在学习衍生产品、对冲等外国人造出来的游戏规则方面，还有很长的路要走。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分

分享阅读的快乐

（东读西想篇）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资能力是最重要的

——读《昂贵的午餐》有感

2006－07－07

价值投资并不是很深奥的东西，但坚持价值投资，抵御诱惑却是一件很难的事情

《21世纪经济报道》2006年7月5日刊登了《昂贵的午餐》一文，早年步步高电子的老板段永平最近参加了一次竞拍，以62万美元的代价，获得和股神巴菲特共进午餐的权利。

段永平想问巴菲特的问题有两个，一个是不投资微软对还是错？另一个是如果有好的项目却没有钱，或者有钱却没有好的项目，该如何平衡？

段自言，在美国这些年赚的钱远比在中国工作很多年赚的钱多得多。他在网易1美元的价格买入，后来网易涨到70美元；他以5美元的价格买过一个美国拖车公司，后来这只股票涨到90美元。这两个例子说明段很聪明，用做企业的理念和观点去做虚拟的资本市场，很快可以把很多本质的东西搞清楚，从而可以更轻松地赚到更多的钱。

而这些理念他说要感谢巴菲特。同时，他也学习巴菲特和盖茨，搞起了慈善事业。

在我看来，投资的能力是最重要的，无论何时、何地都一样。有了这些本事，在哪里都能挣钱。但一些本质的理念、观念和方法，要用心、用生命去体会，去实践。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的技巧和方法其实并不难懂，但他的信念和坚持是最难的。价值投资并不是很深奥的东西，但坚持价值投资，抵御诱惑，却是一件很难的事情。

另一个感慨是，段永平在美国这些年赚的钱远比在中国工作很多年赚的钱多得多。可见，虚拟的金融市场比实体经济来的凶猛得多。新时代的国际财富分配、国际竞争以这种不见硝烟的战争方式进行，比之鸦片战争的原始手段更可怕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Fast is slow，贵就是便宜

2006－08－07

倘若我们无论是购物还是日常生活，以及投资理财，都能够少而精，悠着点来，生活质量恐怕能提高不少，投资收益也能够有效地提高

此番出门去澳大利亚旅游，诸事不顺。先是被台风在机场耽搁了七八个小时，又被航空公司无故取消了已经售票的班机——该班机被合并到两天后的那个航班中了，估计航空公司因旅客人数少，觉得飞一趟不划算。结果我们不得不绕道另一个城市，多花半天时间。

在数个机场很多的等待时间里，逛书店是一个很好的消磨时间的办法。看到一本书名《优雅》的小册子，书评说它是法国时尚泰斗——热纳维耶芙·安东丽·德阿里奥夫人的经典之作，被誉为时尚的圣经，提出了细致绝妙的建议，令人始终保持别致、优雅和迷人的仪态，自推出以来，畅销欧美，成为时尚女性的必读。

小册子不厚，很快可以读完，但对“品质”和“数量”两个小节印象特别深刻。作者说，一个衣着得体的美国女人和巴黎女人之间最大的区别是它们各自服装的数量。美国女人看到巴黎女人衣柜里只挂了数量很少的衣服，可能会大吃一惊，但她肯定知道，每件衣服都质地精良、价格不菲。美国人会惊讶巴黎时装店里东西的价格，会不理解她的欧洲同行挣的钱只有她的一半，却有能力买得起这些昂贵的东西。其实，她的欧洲同行只买非常少的衣饰，使每个场合都有一套理想的服饰，所以每个场合她都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显得十分迷人、优雅。

作者提到了，只有少数人能让衣柜里每一样东西都是精品，有些质地上乘的东西意味着长期的投资，通常也意味最终能够省钱。例如，一个昂贵的爱马仕（Hermes）手袋可以很好地用上十年！

这些建议的确很经典！一个爱马仕手袋当然不便宜，但十年里我们要买多少包包！总地算下来，恐怕比一个爱马仕手袋要多花很多钱，但却没有一个手袋能有爱马仕那样的气质和风采！所以说，贵就是便宜，看上去是买贵了，但总的衣饰上的消费反而是便宜了。

花 62 万美元跟巴菲特吃饭的段永平，在拍卖网上用的名字是 fast is slow，中文大意就是欲速则不达。倘若我们无论日常生活还是投资理财，都能够做到少而精，悠着点来，生活质量恐怕能提高不少，投资收益也能够有效地提高，这真是妙不可言！

如果我们稍微回顾一下自己的投资，给自己带来丰厚利润的可能就是少数几只股票、几次交易而已。我们曾经说过，人生也好，投资也罢，重要的决定，做对几个就够了。世间的道理其实都差不多，无论是穿衣打扮还是投资决策，包括婚姻和就业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注定必然如此

2006－08－16

关于注定必然如此的公司，其实是很简单，人人均可以观察到，并不需要太高深的知识和技能

国内写巴菲特的书不少了，最近看了一本《巴菲特如何选择超级明星股》，讲到一个标准——注定必然如此。

在不同的场合，巴菲特被问及为何不投资微软，他的回答大体是，十年后可口可乐会存在并繁荣，但十年后的微软会怎样？没有人能知道。他选择的是已经成功，且将来也注定必然成功的企业。这一点，非常重要。

有一个讲餐饮行业的投资故事，也挺有意思。早年靠各种生意赚了钱的人，现在逐渐在向投资靠拢。其中一个做法就是，选择在当地已经生意红火了5～10年的潮州菜馆，去跟老板谈，让酒楼老板带着大厨和主要的伙计去异地开分店，所需要的投资由投资方负责，大家谈好一个分成比率就好。这样的模式比较容易成功，因为一家红火了5～10年的酒楼，在菜式、管理方面一定有不错的经验和成果，移植到异地，成功的概率相对较大。

其实，他们的思路和证券投资是很相像的：选择已经成功的企业，找到他们的管理人，把资金交给他们，由他们帮投资者创造财富、赚取利润。可见，人世间的道理，在本质上是差不多的，越是简单和朴素的道理，适用范围越广泛！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于注定必然如此的公司，其实是很简单，人人均可以观察到，并不需要太高深的知识和技能！巴菲特称之为，像珠穆朗玛一样巍峨的高山，你无需是天才也能看得出“这是一座高山”。

在2006年的巴郡公司年度股东大会上，巴菲特对自己的身后事做了交代，几个接班人会继承他的投资理念和投资文化，因此，他认为若干年后的巴郡公司不会有什么大的变化。在谈到这些接班人的时候他说，他找的是已经具备价值投资理念和文化的人，而不是培训他、让他融入巴郡的文化。善哉！又一个例子说明他找的是已经、必然、注定如此的人！想来他认为改造一个人是很难的，早早地，甚至天生具备那些传统道德理念、理性思维模式的人，更能够在变幻的世界里获得长期稳定的成功。

从2006年中期五六月份的1700多点到后来的1550点，指数有一定程度的波动，但我们认定简单而优秀的公司，类似招商银行、万科这样的企业不管调控与否，都保持了自己的战略和持续的增长，股价也保持了相对的稳定，招商银行股价还创历史新高。这些企业真的不需要天才才能发现它们是好公司，所有的投资者都知道。

但遗憾的是，太多人往往像瞎子一样，视而不见这些高山，总觉得自己能找到一个土丘，而且这个土丘在一夜之间能变成高山！这样的想法让我们蹉跎了多少美好的岁月！

在1500家上市公司里，“注定必然如此优秀”的公司是不多的（注定必然很烂的公司倒是很多很多）。我们有幸能观察到、认识到这一点，已经是人生最大的幸福，如果再苛求自己，去做好波段，或者要更高、更激进的收益率，是否有些过分了呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们喜欢遵守游戏规则的人

2006－10－16

我们喜欢透明的企业和遵守游戏规则的人

表面上看，风险投资（venture capital，简称 VC）和证券投资很不相同，风险投资动辄就是几百倍、几千倍的利润，同时失败概率也很高，但从根本上说，它的一些思路、理念、做法和证券投资是一样的。所以，我也喜欢看一些风险投资的行家的论述。

《21 世纪经济报道》最近搞了一个 VC 大讲堂，3721 创始人——现在成为天使投资者的周鸿祎，谈了他很多的感想。其一是要先定游戏规则。他认为：

美国的风险投资蓬勃发展，靠三样东西支撑，其中一样是《公司法》。中国的《公司法》不支持两个东西：一是优先股，对他们没有特殊的保护；另外，中国《公司法》认实物和货币现金的出让，对无形资产的评估和股份比例有限制。

其次，无论是国内本土投资者，还是创业者，都缺乏遵守游戏规则的意识。

实际上我遇到了太多的创业者，他们并不明白拿了风险投资的钱，就要遵守人家的游戏规则，他们老以为拿了人家的钱就是目的。

我在广东生活、工作了十多年，总的感觉还是很喜欢岭南文化，大家比较讲规矩，做生意的人大体上都比较有诚信，尤其是做中小生意的（做大买卖，如走私，掏空银行、上市公司等，那是另一个话题）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在选择公司的时候，我们也喜欢那些实话实说的企业，那些跟投资者有良好沟通的公司，至少你有什么疑问，管理层会负责任地解释，而且尽可能地透明，让你对公司的未来有清晰的认识。因为投资本身就是有风险的，我们从事的就是管理风险的行业，那么，尽可能地看清楚风险在哪里，把它控制在可承受的范围内就是我们的工作职责。所以，我们喜欢透明的企业和遵守游戏规则的人。

在我们所接触的客户中，也发现讲道理的客户、讲游戏规则的人通常人脉关系广，生意兴隆，事业发达。可见，做人做事到一定的层面上，有些大道理是相通的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的未来是什么?

2007－03－09

保守投资人夜夜安枕

《投资者的未来》是好友推荐的一本书。在去澳洲旅游的路途中，有大量时间在等飞机、坐飞机、等待同行的人，因而断断续续看完了这本书。巴菲特对本书的评价和推荐是："投资者应该认真学习杰里米·西格尔的新发现与新思想。"且让我们看看，巴菲特给我们推荐的书有怎样的思路与观点吧。

本书通篇下来说了两个问题：第一，做投资要保守；第二，对美国这一代婴儿潮的人们来说，如何保值增值？答案是全球化。

做投资要保守，这不是什么新鲜话题。我的一个朋友这些年做投资相当成功，是张裕、茅台的长期股东，他的 MSN 签名就是"保守投资人夜夜安枕"。

作者杰里米·西格尔用了大量的数据和案例说明了怎样才算是保守的投资者：

1. 投资的本质是获得股利。这个观点，在新兴市场不大流行，大家都崇尚高成长公司，研究员和投资者一听公司要搞什么新项目，就两眼放光，忘记了这些新项目都是动员给股东的可分配利润，甚至去银行贷款来搞的，成功概率有多大，真是天知道。

股利高的公司，一般不会作假；而我们 A 股上著名的造假公司，都是不支付股利，狂送股、公积金转增股本的；股利用来再投资，导致股票数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量积攒越来越多，长期下来，市值、收益率都很高。

2. 高科技创新对投资者来说未必是好事。书中有大量数据表明，科技公司从长期看，其股价涨幅是小于传统公司的，虽然短期表现不错。作者认为，科技公司在改善人类文明、提高人们生活水平和素质方面的确有很大作用，但对股东来说，未必是好事。原因很简单，科技发明和创造其失败概率居高不下，成功者还需要大量的支出来维护其专利以及拓展市场和应用。作为股东来说，不知何年才可以收回成本，更不要说是盈利了。最近十多年来风靡全球的 VC（风险投资），其最终能否赚钱，99% 依赖于项目能否上市：能上市，就是高价套现，否则，钱多半是打了水漂。我们想一下，既然 VC 赚钱与否在于能否上市，那我们在二级市场买的 VC 套现出来的东东，又有多少好果子可吃?

因此，对于 A 股市场上一浪接一浪的 3G 概念、科技板块，沉迷其中者不妨看看这本书的数据和案例。其中所举的例子，可都是大名鼎鼎的 IBM、英特尔、Google 等。

3. 估值的重要性。没有什么东西可以在任何价格下买入！这是我们这段时间非常深刻的体会。要说万科、招行、张裕、茅台等公司肯定是中国市场一流的好东东。2005 ~ 2006 年的价格非常好，但从 2006 年底到现在，其价格可就说不上了。现在买，虽然是好公司从来没有买错，只有买贵，但这个贵可能需要好长时间，这对于投资者的考验来说，是相当严峻的！

定价永远都是重要的——低成长行业如果 PE 低，一样能获得好的投资收益；高科技行业虽然增长好，但估值多数时候是高的。我想，巴菲特并不是不懂微软的生意，微软的生意其实不太难懂，一个视窗软件就是最大的垄断！多么符合他的护城河标准！包括 Dell 用物流的理念来经营电脑，其实都是很简单易懂的。但巴菲特错过它们，最大的可能性，我猜是因为估值从来没有落到他认可的区间内，PE 永远是高得离谱。

巴菲特错过沃尔玛的上升期，可能也是这个原因。现在他买了，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值下来了，但前段时间好像也是套住了。因为沃尔玛的成长性大幅下降，华尔街不喜欢了。

4. 怎样的估值才是合理的？我们一致对这个问题十分困惑，巴菲特也在很多场合说，估值是他的核心机密，类似可口可乐的配方。作者给出了一些很好的思路：（长期增长率＋股利率）/市盈率≤1，结果很糟糕；≤1.5，强差人意；≥2 的才好。类似的经典公司包括林奇所说的 PEG 小于1，最好是0.5，也是这个意思。而这些想法跟最初的作投资要保守，其实都是一脉相承的。

5. 股票的收益率取决于实际利润增长率和预期的差别，这种差别在股利作用下会放大。我们赚取的是超额收益率，或者说是上市公司的业绩必须要超出预期，给人惊喜，才有超额利润。因为市价其实是反映了多数投资者对企业目前盈利状况的反映，或者对未来增长的一个预期。只有超出这个预期，超额部分才是投资者的红包。

6. 资本支出高的公司不足取。新兴市场的投资者偏爱成长型公司，而成长型公司多半是要靠扩大再生产、大量建新项目来获得增长的。因此，利润通常用来再投资。这样的结果导致长期下来股东所分的的利润、所得到的实际回报，远远小于预期，小于想象。

总结起来，作者认为，最好的公司要满足以下条件：行业上来自知名品牌的日常消费品和医药公司；大部分好公司具备略高于市场平均水平的PE，与平均水平持平的股利率；远高于平均水平的长期增长率；表现最好的股票中，没有一个市盈率超过27倍。而且表现最好的公司中没有科技、电信类公司。

听起来很闷，很无聊的一个结论。呵呵！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做一只刺猬很难

2007－06－04

虽然做一只刺猬不容易，但做一只快乐的刺猬还是有可能的

尽管永远都很忙，永远有看不完的研究报告、报纸、杂志、邮件，但我仍然努力挤出时间读一些书。大学里学到的有限的知识告诉我，专著远比期刊和单份的研究报告来得深入、全面，虽然时效性比较差一些。但时效性到底在多大程度上有用？Who knows？几千年来，人类文明真正流传下来的东西其实并不多。基金经理们得到的研究报告时效性应该是一致的，但不同基金的绩效却差别巨大。何故？可见时效性并非决定投资成败的主要因素。

这几年来看过的书不算太多，留下深刻印象的是德鲁克的《旁观者》、杰里米的《投资者的未来》，以及《巴菲特致股东的信》、《股市真规则》、《战胜华尔街》、《华尔街的肉》等。上个月读完的《对冲基金风云录》算是很不错的，值得大力推荐的一本。

书的作者巴顿·比格斯，对国内读者来说知名度可能有限，但在华尔街却是赫赫有名的人物。他出身金融世家，在摩根斯坦利做了十多年的策略分析师。在证券公司的研究部门，有很多的分工，行业公司部、金融工程部、宏观部等等，都应该是比较细分的，做策略是最综合的，或者说最没有技术含量，也是最考验市场经验和情商的。

在一个人精成堆的地方，做了十几年的策略分析师，作为大摩的首席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战略官，他被誉为美国第一投资策略师，仅这个经历就足够让人仰视了。比格斯后来又和朋友们组建了对冲基金，是对冲基金行业的老战士，这番经历加上生花妙笔（他是耶鲁大学英文系的高才生），其书的可读性……嘿，大家自己去看吧。

下面是我看了《对冲基金风云录》后写下的感慨。

对冲基金的英文是——hedge fund；hedeghog 的意思是刺猬，豪猪；作者把对冲基金的基金经理比作刺猬，敏感而危险，辛勤且怪异。书的英文名是 hedgehogging，书的封面是一只刺猬蹲在一大叠美元上面。自己去联想吧！

书的大部分篇幅讲述了看似风光的金融行业从业人员的艰辛生活，这个艰辛并不是吃不饱饭、风吹日晒的艰辛。相反，坐头等舱、豪华游艇，游世界顶极奢侈场所，日进斗金都是很稀松平常的。艰辛的是内心的煎熬、永无止境的业绩压力以及客户关系的艰难维系。

关于内心煎熬和业绩压力，比格斯有一个形象的比喻——大黑狗。英国前首相丘吉尔曾经讲起过他的黑狗。在不顺利的日子，那只浑身恶臭的大黑狗会不请自来，咻咻喘着粗气，重重地坐在他的胸口上，想把他压死。投资领域也有这样一条黑狗，在你表现不佳时，会跑来坐在你的胸口上——在夜半时分，在周六早上，或某个阳光明媚的春日下午。它到来的时候，你根本无法驱走他，它折磨你，咬啮你的生活。

为什么会有那么多的内心压力和煎熬呢？一个重要的原因是，股票市场远不是一个理性的，可以用公式、理论来解释和指导的地方。

尽管欧美金融市场已经有二百多年的历史，但市场仍然不是完全有效的，总是存在很多很多的机会和陷阱。用凯恩斯的话来说，市场保持非理性的时间总比你能支撑的时间长。否则，我们怎么解释股神巴菲特的存在呢？

比格斯在书中多次阐述，在投机力量的撞击中，情绪所扮演的角色已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经偏离了商业和行业的常规。如果不重视这一点，就无法充分解释股价脱离其商业环境的现象。在华尔街，“中庸”这个词是不存在的。因为投机机制注定一切行为都会过度。就算在是幻想的高潮和失望的深渊过后，人们恢复性的反应都会过激，比正常的商业趋势波动更大。人们若只想把股票变动与商业统计挂钩，而忽略股票运行中的强大想像因素，或者看不到股票涨跌的技术基础，一定会遭遇灾难。他们的判断仍是基于事实和数据两个维度，而他们参与的这场游戏却是在情绪的第三维和第四维上展开的。

以4000点的中国股票市场来看，理性的成分虽然有，但已经所剩不多(这次暴跌下来，好很多，可买的股票增加了一些)。去年12月，嘉实基金的单只基金一下子发行了400亿，大规模的存款搬家从那个时刻开始，而不是结束。今年股市的盈利示范效应进一步扩散，散户战胜基金已经不是神话。这个趋势还正在扩大和衍生中，似乎看不到尽头。

最近看到主流券商的报告，比较了一些数据，主要是日本、台湾、韩国等国家和地区在本币升值期间泡沫的产生和演变。其中一个主要的背景是低利率和实体经济的高增长；其次一个背景是个人投资者大量进入股市，台湾在高峰的时候，1/4人口是股民，中国目前深沪市场开户数1亿，实际投资者人数只有5000万（因为每个人基本上要开深沪两个代码卡），只占城市人口的10%；台湾、日本在高峰时候，股市总市值是居民存款的4倍和2.5倍；美国1999年则高达5倍（当然了，美国人不好储蓄，存款总量低是一个重要的原因），但目前国内居民存款和总市值刚刚打平，但流通市值还远远小于存款总额。另外一些数据则是比较总市值和货币流通量，如M2、M1之类的，大意也是，现在安全着呐！离泡沫远着呢！

上周参加国内顶极券商的5月策略报告会，国内宏观策略方面的腕级人物对当前市场的定义是，A股有泡沫，但还是小泡泡，离破灭远着呢！

不止是民间的声音，连专业机构都已经把估值业绩等抛在了脑后，更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多地研究资金的流向、股票的供给。一句话——投资者之间的博弈已经成为更加重要的关注点，你我盈利与否，与上市公司无关，而与能否准确判断其他投资者的情绪、心理有关。

可是，比格斯在很多章节都说到，只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部。要想解读出股市情绪的指针并不容易，市场转折点附近，大多数人的感觉永远是错误的。

这样的市场，参与还是不参与？参与的话，以怎样的心态，用怎样的方法和策略去参与？期望有怎样的收益率？

做一只刺猬很难，做一只收益率稳定增长的刺猬更难。

好在，我们深深知道，上帝如果关上了一扇门，一定会为你再开一扇窗。任何时候，我们都坚信不移。这一扇窗，就是企业本身及其估值，早在新千年之前，上帝已经为我们开启。上世纪90年代后期，我们接触到了巴菲特其人其事，这几年我们又通过深入学习其思想、实践其理论，得到大量的精神财富。

因此，对于前几个月的低价股行情，我们能够淡然处之，知道那不是自己能赚到的钱。对于蓝筹股的沉寂，也能正确认识，毕竟涨多了，需要休整，需要时间来证明好公司是物有所值的。

而这一切，需要时间。我们有足够的耐心去等待。巴菲特用了一生的时间去坚持，去实践，我们还年轻，我们还有很多的时间和机会。

虽然做一只刺猬不容易，但做一只快乐的刺猬还是有可能的，好的心理素质、坚实的理论基础、经过市场考验的投资策略，这些决定了我们在阴霾密布的日子里，心中仍然充满了阳光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做一只刺猬的主人更难

2007－06－06

客户必须学会接受他们为数不多的、真正的投资家们的瑕疵

在《对冲基金风云录》的结语中，比格斯说："投资与其说是一门科学，不如说是一种艺术。智慧、经验、勤奋、对历史的了解，开放的头脑，专注的心情，这些都是成为一只成功的刺猬的要素。当然，直觉、想象力、灵活性，也许还包括一丝预知未来的本能，也同样重要。……职业投资者想要成功，至少得对智力竞争怀有喜爱和激情，并能够应对压力和逆境。这不是胆小者或懒于思考的人能玩的游戏。专注和贪婪还不够，基金经理们应该真正热爱这场游戏的复杂性。"

在大幅波动的2007年6月初读这些文字，觉得格外亲切。

书中除了大量描述投资的复杂性以外，也有很多地方谈到与客户的关系，以及客户如何选择基金、怎样客观看待基金的业绩波动。

在比格斯看来，客户是永不知足，尽管基金业绩相对于指数已经很好，但客户仍然不满意，认为无论熊市还是牛市，对冲基金都应该赚大钱的。尤其是客户的短视让基金经理备感困惑。他说："人们记得的只是你最近的表现。哪怕你再沉着，也难免不随净值的波动而心情起伏。"由于西方成熟市场的有效性较高，为获得超额收益，对冲基金的产品设计很多都是有高杠杆放大操作的，所以客户的期望值很高。加之对冲基金的收费高于公募基金，因此客户的苛刻和挑剔是可想而知的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比格斯认为，人们总是在错误的时间购买和赎回基金。熊市，你最需要客户的时候没有人理你；牛市的火爆中，却有大量的人非要把钱给你。虽然明知道这样做的结果很可能会败坏之前的好名声，但你还是要做。对此，我们深有体会：2003 年的时候，虽然有面值 100 元的可转换债券卖 95 元的价格，在可见的未来 3～5 年中，上市公司的业绩应该有 50% 以上的增长，因此，转债价格上升到 130 元甚至更高的水平概率有 90%，但这样低风险的事情没有人肯做。如今，市场火爆了，买基金居然还要抽签，真是晕死！但是，指望客户辩证看待市场的高低、风险的大小，恐怕是有难度的。

投资者购买了理财产品，无论是公募还是私募，无论是银行理财产品还是保险产品，无非是从两个角度来衡量——安全性和收益性。对安全性，一方面是本金的安全性，找一个大银行、有信誉的证券公司，以及私募基金的资金存管于大的商业银行，等等，都是安全性的基本要求。但在业绩衡量方面，很多投资者却很迷茫。比格斯认为，单以某种基准来衡量业绩，并且只看短期业绩是两剂毒药。什么意思呢？如果基金只顾着和上证综合指数比，在 2007 年上半年的行情中，必然会抛弃自己的理念，去追逐市场热点，否则怎么可能跑赢市场？但这样做的结果大家都看到了，如果不是在 4000 点以上清仓垃圾股，现在连跳楼的心恐怕都有啦。但这样华丽的转身容易做到吗？人是有路径依赖的，变脸人，那不是人，是怪物。

所以说，基金经理关键是要有行之有效的策略，要有坚持一贯的理念，这样才能长期稳定为客户带来收益。而收益所比较的不应该是某种单一的指数，应该是长期的财富增值。遗憾的是，太多人更看重短期的收益和基金短期的表现，忽略了这些表现背后的原因。而众多的所谓评级机构也强化了客户的短期行为。

比格斯告诫说，普通投资者应该明白，不要去梦想自己能成为专业运动员，不要奢望自己可以从专业牌手那里赢钱，在投资市场是也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，个人投资者应该决定自己的长期资产配置，比如多少钱用于房产，多少钱用来买保险，多少钱留给子女教育和老人赡养，剩余多少钱可以用来投资，以及投资到底是高风险资产还是低风险的资产。这需要对市场周期和波动有一个基本的理解，必须具备辩证的思维。

最后，比格斯认为，在挑选金融产品的时候，如果基金经理或投资顾问也购买了这种产品，至少是表明了基金经理的诚意——愿意和客户同甘苦，和客户站在一条战壕里。这一点是很重要的。

总地来说，投资领域总是缺乏足够的包容。但是，人不是神，难免有错误，难免有低潮期，投资领域处于低潮期的人，其辛苦比别的行业难捱百倍。正如我们认为好公司可遇不可求，找到好公司是我们一生的福气。好的基金经理也是可遇不可求的。如果投资经理是优秀的、尽职的，一时的表现不佳不应该是撤资，而应该是注资的时刻。但事实往往相反。客户必须学会接受他们为数不多的、真正的投资家们的瑕疵。

所以，做一只刺猬很难，做刺猬的主人更难。因此，作者在最后的结尾说，祝大家好运！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债随想

2007-07-13

凡事难有两全其美的，所以，时时保持警惕和谨慎，以保守的态度配置资产，重视风险，总归没坏处

《货币战争》是一本有争议，但有趣、值得一看的书。

该书讲述了几次世界大战中银行家、金融体系的作用，在作者看来，他们都是触发战争的恶魔。同时书中也讲述了他们如何借助通胀这台超级绞肉机掠夺财富的案例。例如“剪羊毛”。剪羊毛是银行家圈子里的一个专用术语，意思是利用经济繁荣和衰退的过程所创造出的机会，以正常价格的几分之一拥有他人的财产。当银行家控制了美国的货币发行大权，经济的繁荣和衰退变成了可以精确控制的过程，此时的剪羊毛行为对于银行家来说，就像从靠打猎为生的游牧阶段进化到了科学饲养的稳产高产阶段。

曾经看到有人对此提出尖锐反对意见，也曾看过一些杂记，说20世纪70年代末，中国的经济已经走到崩溃边缘（一个佐证是，1977年第一次恢复高考的试卷是挪用了印《毛选》的纸张，可见当时物质匮乏的程度），所以，不得不改革开放，不得不起用邓小平。到底是小平同志高瞻远瞩，还是当时的情形已经容不得有第二种选择？

总之，历史的真相让人迷惑。

好在我们不是考古学家，我们只需要从事实和结果上看出一些基本结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论就好。

以银行全局看，不排除今后收紧对转按揭、对房产抵押贷款的政策，这或许是行政政策的强行要求，或许是银行出于自己风险防范的本能，或者是其他原因。总之，流动性泛滥如果有稍许逆转，对资产价格、股票市场等等，都是重大打击。

之前跟同行讨论过企业和国家层面的负债问题，现在略说一二。

我们非常喜欢低负债的企业。在我们的长期持有品种中，张裕就是负债很低的；香港的李宁（2331. hk）更是零负债，这样的企业能保持每年30% ~50% 的增长，表明企业行进在很正确的道路上，行业格局也比较有序，企业的远景规划、日常管理都是很有条理的。

对制造类公司来说，负债通常是不可避免的。因为你不扩张产能，同行扩张了，就意味着你的市场在失去。不扩张是马上死，扩张是将来死，总之，恶性竞争在制造业相当普遍。我们看到很多企业其净资产收益率远远低于银行贷款利率，这样的企业哪里是在创造财富？分明是在毁灭财富！很多公司的负债水平高达 60% ~70%，很难想象，一旦某个项目失败，剩余的那点净资产能干啥？股东通常是血本无归的。

所以，对高负债企业持谨慎态度太有必要了，虽然我们也可能错过很多新兴的成长性很好的小企业。但它们成功的概率是多少呢？假如我们同时投资了 50 家这样的企业，有没有一家成为今天的烟台万华？概率很小啊！

且慢，在我们长期看好并持有的品种中，赫然有万科、招行以及几家香港的保险股，它们可都是巨额负债的。的确，万科的负债长期在 60% 以上，这是行业属性导致的。这也决定了它在不断融资，不断向股东伸手要钱。我们深知，万科的高速增长来源于三部分：房价上涨、规模扩大（外延式增长）、万科自身管理能力。而前两者都是外在的，一旦行业格局出现不利的局面，以万科目前的规模和战线，要想不受伤那是不可能的。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，我们会密切注意到行业的趋势。我们虽然很看好它，但不会把全部资金都买了它一个。合理的配置对我们的心态，以及整个组合的稳定非常重要。

在银行、保险、证券三个金融的子行业里面，银行和保险从行业属性和公司成立的那一刻起就是“管理负债”。我们作为银行的储户，存入银行的钱在银行记账为负债，我们作为投保人，交给保险公司的保费，也是它们的负债。所不同的是，银行可以随行就市，只要有一定的利差，就可以把钱贷出去，它的盈利模式是“利差”。遗憾的是，以全球的趋势看，我们国家的银行所享有的高利差是罕见的，今后的利差一定是会逐步缩小的。因此，长期来看，银行的日子一定是越来越难过的——假如这家银行只做存贷款业务的话。

以保险公司的情况看，和银行略有不同。以长期寿险为例，投保户所交纳的钱往往要几十年以后才需要赔付。因此，保单设计和销售时候的利率、物价水平和几十年以后的情况差别或许巨大。国内几家大保险公司在 90 年代中期发行的高利率保单，现在都是巨额亏损的（作为投保户，当然偷笑啦）。但 2000 年后的保单利率相当低，作为投保户来说，则可能是糟糕的事情。现在几十万的保费在几十年后我们得到保险公司的赔付，或许只够给我们的孙辈买点玩具之类的，哪里谈得上保障？所以说，保险公司的经营比银行更为艰辛和微妙，它对赌的是央行的利率、长期的物价水平走势。从这个角度看，评价国内的保险公司的数据还远远不够，我们尚需要观察几个经济周期的起落，才能看到它们真实的经营水平和风险控制能力。

证券公司从负债的角度看，是完全可以做到零负债的。以股东出资去租赁营业场所，招徕人才就够了。证券公司只要不负债去做股票，从理论上说，绝无亏损的可能。早几年倒闭的证券公司，全部是因为高额负债（或挪用客户保证金）去炒股票导致的。只要成本控制得当，经纪业务是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳定的收入来源；资产管理业务（代客理财）只要不承诺保底，基本也不会巨亏；投资银行业务只要控制直接投资的规模，则更是高利润的细分行业。

所以，从负债的角度看，尤其是牛市的背景下，证券公司的优势会非常明显；同样在利率处于上升趋势中，拥有大量低价、低成本保单的寿险公司，也是很受益的；只要利差很可观，经济处于上升周期中，银行的效益也是非常好的。

但这一切都有一个大前提：繁荣的宏观背景。一旦这个前提出现了不利局面，高负债的行业和企业其不利因素会加倍放大，双刃剑嘛。

凡事难有两全其美的。所以，时时保持警惕和谨慎，以保守的态度配置资产，重视风险，总归没坏处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

手中一只鸟，胜过林中两只鸟

- 作为交易符号的股票，正岌岌可危；作为理财增值工具的股票，少数品种正显露出越来越大的魅力
- 加入 WTO 如同是第二次改革开放，全球化过程中股票市场两极分化还将持续，大部分企业仍将在漫漫熊途中走向衰落，少数公司的价值却被严重低估
- 少部分有竞争力的企业，即使按照国际标准，估值也相当有吸引力
- 少部分具备长期增长并持续派现的股票，股息率已相当优厚
- 用价格/回报而不是走势曲线、政策、金融创新等来分析市场是唯一的出路

投资的本质是要用钱来生钱，而不是“击鼓传花”的游戏

首先，我们要澄清一个基本的事实，投资的本质是要用钱来生钱，要看投资对象今后能带来多少现金流和利润。投资不是玩一个叫做“击鼓传花”的游戏。

当我们把市场看成一个“击鼓传花”的游戏，供求关系、资金链、保证金独立存管、基金份额赎回、券商黑洞、股权分置、新股上市速度、加息……几乎所有的事情都是负面的，压向市场，黑压压的天边看不见一丝光明。再好的公司，再坚挺的股票，只要有一股抛盘出来没有接盘，就会下跌，市场的极限由最悲观的人决定，这是熊市。牛市也一样，所有的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息都被解读成利好，只要有一手买盘上来没有抛盘，就会上涨，市场的高度由最乐观的人决定。

当我们从朴素的理财角度来看，就会发现很多有趣的现象，当通货膨胀离我们越来越近的时候，一年期储蓄利息仍是1.98%，扣除20%利息税后是1.58%。

债券方面，国债010405的券种，2004年8月12日收盘价94.25元，1年10个月后到期，年收益率为3.274%；国债9905券种，存续期尚有3年，持有到期的年收益率为3.823%；最近各大银行叫卖甚火的外汇结构性理财产品一年期品种年收益率最高在2.5%左右，持有3年也大体在3.5%，远远超过当期外汇储蓄存款利息。

此外，深圳地区华侨城、蛇口别墅区的高档物业，有些年租金回报在10%甚至以上，北京此类物业也有，甚至更多。

股票市场上，一个叫"神火股份"（000933）的煤炭股，在1999~2000年行业低谷的时候，仍能保持每股0.5~0.6元的业绩，并每年都把大部分的利润用于现金股利，2003年中期和年底分红合计每股0.56元，扣税后0.448元，以现价13.8元计算，股息率3.2%。最近公布半年每股盈利为0.92元的中集集团，全年利润保守估计至少应该在1.5元/股以上，按照公司很低调的估计，2005年有15%的增长，应该有1.7元。不考虑市场份额的快速增长、全球航运业的复苏，假设从2005年以后公司业务零增长，保持1.7元的每股盈利（由于公司在所处行业的绝对垄断地位和成本优势，公司经营应该不会出现突然失控或大幅下滑），并按照2003年股利政策35%的利润用于现金股息，那么其A股（000039）8月12日的17.5元股价意味着3.4%的股息率，其B股（200039）低于12元港币的价格意味着5%的股息率，还不算其他65%未分配利润逐年留存在公司。

如此种种，不一而足。当我们纠缠于1300点是底还是1400点是底，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者想着1000点、800点让自己晚上睡不着觉的时候，那些脚踏实地的人们正轻松收获着超越银行存款的收益。

我们从QFII的言行中看到了自身的价值

百年之后，当我们的后人评价世纪之交的改革开放，必将记入史册的一定有两个年份：1978年和2002年。1978年发生了许多重大的事件，除了真理标准的讨论等意识形态上重大的转变，最重要的一个变化是，中国政府将工作重点全面转向经济建设，拉开了此后至少三五十年的经济腾飞历史的序幕。2002年同样是值得记录的一年，这一年里，中国加入了经济联合国——WTO。从某种意义上说，加入WTO如同是第二次改革开放，中国面临从政策性开放到制度性开放，从局部开放到全面开放，从实体经济开放到服务、金融等行业整体开放的巨大转变。

因此，QFII应运而生，QDII渐行渐近。

2003年是QFII大发展的一年，QFII给我们这个相对封闭的市场带来了国际化的思路，以瑞银为代表的国际投资者向我们阐述了一系列的大道理：从全球各经济体的增长前景看，以中国为代表的东亚地区是最有吸引力的；中国正成为全球的制造工厂，因此中国的能源、交通运输和部分有竞争力的制造业被长期看好；进入重化工业时代，钢铁、石化、机械等许多行业都将出现大型的国际性企业；在人民币有长期升值潜力的影响下，中国的投资品市场极具吸引力；从实物操作的角度看，部分A股公司即使以国际视野来审视，也极具投资价值。因此，我们看到了众多QFII资金大量介入了以宝钢、上海汽车为代表的制造业，以上港集箱、外运发展为代表的交通运输业，以及以中兴通讯等为代表的高新技术企业，并且可转债成为既能享受股市上涨收益，又能回避大部分不确定性因素的品种，得到QFII大量持有。

但是随着2004年以来QDII的渐行渐近，国内保险、社保资金纷纷摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拳擦掌要去海外市场淘金，A 股市场的问题显露得越来越多。用国际化的思路看 A 股市场，给它一个合理、客观的评价，既不夜郎自大，也不妄自菲薄；给好公司一个合理公允的价格，给差的公司一个恰如其分的评价是当务之急。

简单地说，香港市场开放度非常高，它基本上代表了国际资金对宏观经济、产业和企业的主流观点。由于香港从 1997 年以后楼市遭重创，经济一直处于调整中，所以，国际资金对香港经济的评价是中性偏负面，导致对香港股市的评价也比较低，是相对边缘化的市场。由此，导致了对中资背景的国企股、红筹股的严重低估，1998 年金融风暴更是极大强化扭曲了这种低估。2002 年以后 H 股市场的价值回归使得 H 股指数从 900 多点上升到 5000 多点。目前 4000 点处于多空平衡区域。香港市场上 H 股的估值对 A 股市场有极大的参考意义。

以国际眼光审视中国市场，成分指数、部分企业的优势已然突出

指数给我们一个全局的概览，1995 ~2003 年 S & P500、恒生指数市盈率显示，9 年平均值分别是 28. 57 倍和 16. 38 倍，其中 S & P500 在 1995 年的市盈率最低，是 17. 41 倍，2001 年最高，是 48 倍；恒生指数在 2000 年最低，是 12 倍，2003 年达到 18. 82 倍。而深证 100、上证 50 成分股指数的情况是，根据 2004 年一季度业绩和 6 月 30 日 1399 点收市价格计算的动态市盈率分别是 18 倍、16 倍，基本与香港市场接轨，如今指数跌到 1350 点，市盈率应该更低，接轨更彻底。

此外，我们看到港口、机场、电力等具备自然垄断的企业，部分 A、B 股公司的估值接近 H 股，派息也比较有吸引力，它们的增长潜力相当巨大。上海机场由于置换了集团公司的资产，今年业绩将大幅增长，白云机场在 8 月搬迁了新机场，候机楼等资产比老机场扩大数倍，预计 2005 年以后业绩将持续稳定增长。以上海、北京、广州、深圳、天津等为主的大型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

枢纽型机场、港口，将随着经济腾飞获得持续、垄断的增长。其目前的市盈率是相当有吸引力的。

消费类品种上，H股的估值更是十分明显高于A、B股，值得注意的是，A－B公司从收购战中获胜，取得哈啤的控股权，并进一步改制，收购价格是45倍市盈率，显示国际战略并购中对有市场地位、销售渠道和品牌的企业是给予了很高的估值。

虽然乳业、葡萄酒行业在行业整合方面还需要时间，这些企业能否胜出也有不确定性因素，但目前它们的市盈率大大低于成熟市场，应该是投资者给予了相当保险的折扣。

因此，对于贵州茅台、同仁堂、光明乳业以及燕京啤酒、张裕等，我们期待它们的成长，并认为目前的估值至少是合理的。

从动态市盈率的角度看，上述这些品种的市增率都小于1，在各自的细分行业中做到了亚洲甚至是全球最大，而这些品种并没有在香港市场或美国市场上市，因此是QFII以及所有欲分享中国经济高速增长的资金必须选择并长期持有的品种。

怎样看待短期下跌以及人民币长期升值的潜力

除了上述垄断增长的公用事业、细分行业龙头、高派息个股外，多数A股公司情况不妙。市场走到今天的境况，原因很多，但我们仍需面对，抱怨、等待政府救市都是不现实的。我们注意到，2003年是经济相当繁荣的一年，宏观数据上出现了多年难得一见的产销率95%、98%的好数据，多数行业中的大企业利润增幅可观。但A股市场中仍有592家公司净资产收益率低于5%，这意味着，按照50%的资产负债率算的话，总资产收益率才2.5%，这些公司不是在创造财富，而是活生生地在毁灭财富。股东再多的投入都将填不满公司低效率运作的漏损，三板市场已出现几毛钱个股，主板市场出现6家1元个股，大多数股票仍难逃漫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漫熊途。

当前市场看空气息弥漫。市场心态和投资思路从结构性牛市转向少数具备国际核心竞争力的优秀企业，基金持股也大体是集中在少数基本面比较清晰的品种上，但是最近这些品种也出现了跳水，我们到底应该用什么样的思路和心态来对待这个市场？

从巴菲特和格雷厄姆的教诲中我们得知，市场每天都会给一个价格，有时很高，有时很低，喜怒无常。如果从市场角度看，有许多理由会跌到1000点甚至500点；但是如果我们从另一个角度看，结论则相当不同。

上面说了一个中集集团的例子，上市10年的清白历史让我们有理由相信它过去不曾作假，今后作假的概率也不大，即使在行业最低迷的1998、1999年，仍有六七毛的业绩和每股两毛的分红，我们有理由相信它的成本优势和管理优势将在集装箱行业继续保持。半挂车市场的容量是集装箱市场的4倍，行业性质与集装箱市场几乎一样，那么在新领域里保持增长并获得更多市场份额是值得期待的。如果说3%以上的息率还不够有说服力的话，我们可以看看它的同类企业——在香港上市的胜狮货柜（0716 hk），该公司2003年销售收入3.825亿美元，利润1429万美元，而中集是138亿人民币和6.8268亿人民币，是胜狮货柜的4.2倍和5.68倍。胜狮货柜无论从公司规模、盈利能力和市场份额、行业地位等方面都不能与中集相提并论，但在香港市场上的定位是3.825元，12倍市盈率。为什么中集不能有同样的估值，或者因具备行业领导地位而高于胜狮货柜的估值？虽然2005年以后增长速度将低于爆炸性增长的2004年，但依然是有增长的。美国企业长期的统计数据告诉我们，长期增长速度不可能高于12%。

另一个例子是福建高速（600033），2004年全年不出意外应该有0.4元/股，则目前的动态市盈率是15倍，我们翻看了香港H股中的宁沪高速、沪杭甬高速以及皖通高速，市盈率均在15~25倍之间，按照去年的派

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息政策，今年能用40%利润派发股利，则每股可派发0.16元，税后股息率高于存款。既然国际标准给流量充沛的省级高速公路定价在15倍市盈率以上，有什么理由在A股的市场上要给它一个更低的估值呢？

的确，我们会面临这样的诘问：海通证券持有福建高速大量的流通筹码，万一有各种不测风云，则股价难免下跌；或中集（A、B股）都有了不俗的升幅，其中一个持有者需要变现，则短期浮动亏损必然出现。

面对这样一些无法回避的疑问，我们在《巴菲特致股东的信：股份公司教程》中找到这样的答案：公元前600年的智者伊索对投资就有一个不朽的论断："手里的一只鸟值灌木丛里的两只鸟。"当你无法判断：1. 灌木丛里真的有鸟？2. 它们何时出现？3. 那里到底有多少只鸟？合理运用无风险收益，以及企业未来可能带来的现金流、利润、股息这些信息，就应该从常识的角度判断，是否手里的一只鸟值灌木丛里的两只鸟，或者某只股票是否值得拥有。

请让我引用以下一大段原文："分开投资和投机的那条线永远不那么明亮清晰，当大多数市场参与者享受凯旋时就变得更加模糊了。并没有什么能像大笔轻易得来的钱那样给理性服镇静剂。有那种飘飘然的经历之后，通常明智的人会卷入与舞会中灰姑娘相似的行为中。他们知道在庆祝会上逗留过久——也就是，在那些相对于很可能在未来产生的现金有巨大估价的公司中继续投机——将最终会带来南瓜和老鼠。尽管如此，他们也不愿错过盛大聚会的每一分钟。因此，眼花缭乱的参与者都计划在午夜之前的那几秒钟离开。但是有一个问题：他们正在一个没有指针的钟的屋子里跳舞。"

文中评述的是牛市现象，其实也适用于熊市。贪婪和恐惧令我们把股价看得低了还要更低，忘记了这些优质的公司正给股东带来滚滚红利，并从2003年以来从未停止过的关于人民币升值的讨论，现在也被所有人置于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

脑后。我们不敢夸言上面列举的公司今后不会出现业绩下滑或公司治理结构方面出现问题（例如伊利股份），更不敢说市场先生下个月的出价是否更低得离谱，但是遵循基本的估价原理和朴素的理财思维，是在市场上生存并发展的唯一法则。

编者注：本文以“大鹏证券 王晓路”的名义发表于2004年8月的《上海证券报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★在走完一个完整的上涨和下跌之后，剩余的资产才是真正留下来的资金和利润，否则都是纸上富贵。

★好公司其实是很明显的，不是藏在深闺人未识的。还是要引用巴菲特的那句话：珠峰是一座高山，你不需要是天才就能看到这一点。

★炒股票，其实是门槛很低的。但人世间的事情就是这样，越是看上去门槛低的事情，其实是门槛越高，因为参与的人实在太多，所以，在整体上要和所有人博弈。

★巴菲特曾经说过，没有做好50%亏损的思想准备，就不应该来投资股票。

★投资的成功不是因为对企业进行了干预和引导，而是因为选中了优秀的管理层、优秀的企业。多数情况下，实业界的观点值得高度重视。

★价值投资并不是很深奥的东西，但坚持价值投资，抵御诱惑却是一件很难的事情。

快乐投资的背后

KUAILE TOUZI DE BEIHOU

基金经理投资笔记丛书

上架建议：畅销 · 投资类

ISBN 978-7-80180-870-7



定价：38.00 元